全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

系统描述中国这轮气势恢宏的超级长牛市的权威预测者



寻找收益翻十倍的长牛股

价值投资时代的选股策略

程超泽 著

東方出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



寻找收益翻十倍的长牛股

价值投资时代的选股策略

程超泽 著

東方出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目(CIP)数据

寻找收益翻十倍的长牛股——价值投资时代的选股策略

程超泽著 北京:东方出版社,2007. 6

ISBN 978-7-5060-2819-6

Ⅰ.寻... Ⅱ.程... Ⅲ.股票－证券交易－研究－中国

Ⅳ.F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2007)第 079639 号

寻找收益翻十倍的长牛股——价值投资时代的选股策略

作　　者：程超泽
责任编辑：王　喆
出　　版：东方出版社
发　　行：东方出版社　东方音像电子出版社
地　　址：北京朝阳门内大街 166 号
邮　　编：100706
印　　刷：北京智力达印刷有限公司
版　　次：2007 年 6 月 1 版
印　　次：2007 年 6 月 1 次
开　　本：787 毫米×1092 毫米　1/16
印　　张：12.75
书　　号：ISBN 978-7-5060-2819-6
定　　价：28.00 元
发行部电话：(010)65257256　65230553

版权所有，违者必究
本书观点并不代表本社立场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

序 言

中国大牛市的成功预测者:我所认识的程超泽教授

澳大利亚莫乃须大学经济及管理学院教授　盛天顺

认识程教授是1993年在汕头大学的一次中国经济国际年会上，会中他对中国经济走势的乐天观点给我留下了深刻的印象。由此我们成了莫逆之交，也从那时起，我开始关注他出版的书籍。他的书大致给人留下以下一些特征：

1. 他是近20多年来活跃在中国经济学界的海归派经济学家。从20世纪90年代开始至今已出版了大量关于中国经济前景的图书，其中，《走出山坳的中国》、《世纪之争——中国：一个经济大国的崛起》、《中国经济：崩溃还是成长》、《告诉你一个真实的中国经济》、《中国经济增长之谜》、《中国因素》、《21世纪中国经济猜想》等，都是读者并不陌生的书籍。从中我们大致可以看到他研究的一根主线条。

2. 就像他对生活乐天一样，他是一个绝对看好中国经济的乐天派专家学者，这在海归派学者中是难能可贵的。20世纪90年代初期，在有关中国经济未来走向的经济学讨论中，《河殇》、《山坳的中国》曾经因为它们的悲观论点而一时洛阳纸贵。几乎就在同时，程教授写下了他的《走出山坳的中国》（深圳：海天出版社，1995年），驳斥悲观派对中国经济的“盛世危言”式的描述。就在这本在国内有着影响的代表作里，他成功预言了中国经济还将持续高速增长，中国经济这艘航空母舰非但不会像国内外那些悲观的经济学家所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说的那样要下沉、要崩溃，而且还会全速前进。自 1995 年《走出山坳的中国》出版以来，中国经济十多年的走势，有力地证实了他当时孤独却非常前卫的观点。

3. 他出版的图书中不乏“惊世骇俗”的预测类型。

1998 年，他在《亚洲怎么了：亚洲金融风暴全景透视》(上海：上海人民出版社，1998 年) 一书中就放言美国经济行将猛烈下挫。就在程教授的书出版不久，2000 年起美国经济危机成为 21 世纪初世界最大的新闻主题之一。

2004 年，在中国股市正处在最低迷的时候，他却在《大拐点：站在中国大牛市的新起点上》(上海：东方出版中心，2004 年) 一书的“封底”里放言：

“本书的作者认为，中国经济的走向将成为中国股市长期利好的坚实支持。本次扑面而来的大牛市概念不仅是过去 14 年中发生的局部牛市 (行情不超过 3 年)，而且是更大级别，却又不同于过去的大牛市概念，它的时间超过 5 年，甚至可能超过 10 年，达到一代人时间。大牛市的到来不是一蹴而就的，牛市初期甚至非常折磨人，即使具备了所有条件，也仍需要若干契机，这里面也有很多偶然因素和不确定因素。大盘在反复走高的过程将伴随着市场主力的不断高位宽幅震荡，但每一次主力意图明显的高位洗盘都意味着诱空，其目的只有一个，那就是为了获取更多长期锁定的战略筹码。只要中国经济持续高速增长趋势不变，大盘振荡攀升的趋势将一直不会改变。因此，前进中的股指回抽所造成的短期背离在中长期走势中必将得到不断充分的修复。中国股市在未来历程中也将发生各种大小波折，但这些波折将成为进一步推高中国股市健康规范发展的动力源泉。如果投资者从现在起就进行前瞻性的、周密的战略布署，买入指数基金并长期耐心持有，不拘泥于股指短期的涨涨跌跌，那么，到 2015 年，当中国股市攀升到历史颠峰的时候 (像美国、日本和香港股指一样，中国股指攀升到万点大关不是梦)，你会惊异地发现，你手中的所有股票早已几倍、十几倍，甚至数十倍的增长。届时，‘倍乘效应’将造就像你这样的大富豪。”

这是需要勇气的振聋发聩式的呐喊！

可在 2004 年股市万马齐喑的当时，他太势单力薄了，他的呐喊也被淹没

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在一片“中国股市崩溃”的声浪中，连他的许多经济学同仁都说他是“痴人说梦话”。据说，他的这本《大拐点》书稿在征求出版时也因此不被出版社看好而几经周折。

就在我们以期待的心情关注程教授后续出版的新书时，他的《大财五年：抓住你一生中最好的投资机会》一书于2007年1月在北京大学出版社出版了。这本书再次给读者带来了语出惊人的大预言，对中国市场的投资思维再次形成了冲击波：

“自2006年起的未来五年时间里，中国经济将继续大发展，并且是加速度的。大发展将促使中国股市进入有史以来时间最长的一次牛市，对于投资中国股市的人来说，2006年～2010年将是他们一生中最后的投资良机，在这些年得到的投资回报将是以前回报的数倍，甚至数十倍。长牛市的投资策略是，集中投资于最优秀的几家企业股票，一旦买入，长期持有，不获全胜，决不收兵。”

其实，在这本经过反复编辑过程而最终出版的图书前，他早已在2005年年底和2006年年初的东方财富、雅狐财经、中金论坛等多家著名网站的博克中不厌其详地写下了“最后的大繁荣”（搜狐财经博客，2005年12月22日）、“2006年中国资本市场迎来重大投资机遇”（中经论坛，2006年1月23日）和“大繁荣：碎步走向超级长牛市”（东方财富博客，2006年1月1日）的文章。他在2005年12月22日搜狐财经博客的博文里是这样写的：

“我们现正处在中国历史上（甚至是世界历史上）经济增长和进步最快的一个五年。它的基础是由一些很简单的人口与经济统计学趋势所决定的，主要是人口老龄化趋势的加快。中国农村的城镇化趋势，农村劳动力向非农业转移、中部地区崛起、2008年北京奥运会、2010年上海世博会，以及2006年～2010年由庞大人口消费及其引发的高生产效率等，都将使中国迎来世界历史上一次最长的经济景气周期。同时，我们现在看到的技术革命是自电力、汽车和电话发明以来最重大的一次，它是一次由芯片产生的信息革命，这也许是自人类15世纪后期印刷术发明以来最为重大的一次全球性变革，它在未来五年中的发展过程远还没有到达到应有发展高度。而当前世界上重大新技术的出现，又无一不与中国庞大的人口生命周期相耦合，与中国产业改造相

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

耦合，与中国“十一五”规划相耦合。鉴于上述，我们相信，在未来五年里，人们将在中国看到世界历史上最大一次股市超级长牛市过程，当然在五年后我们也免不了亲眼目睹一次最大的股市萧条期的到来。

2007年初至年中的某个时段，中国股市可能有一次短暂但很剧烈的下跌，特别是当央行为过热经济可能再次收紧银根时更是如此。但我们认为，如果真有这样的下跌，周期应不会太长，因为这只是一次超级长牛市途中的千金难买的重要技术调整，调整是为了发动更大行情作准备的。如果投资者确实认识了这样一次下跌的实质，将预示着中国股市中又一次重大买入机会的到来。

从2007年中期开始，中国政府于2006年正式倡导的建设社会主义新农村运动经过一年有余的落实、实施，其效应开始逐渐显现，这种效应将随着时间推移日益明显，中国经济将再一次表现出强劲的增长势头。我们预计，从2007年年中开始，中国股市和经济都将表现出强劲的上升势头，这主要是由于中国新农村运动、城市化加速以及中部崛起等因素拉动中国重化工业快速发展和基本建设强烈复苏使然。

同时，随着中国房地产热不断降温，会有越来越多的投资人将原来囤积在房地产市场的巨额资金抽出来，投放到股市中去。2006年12月10日，央行发布《2006年金融稳定报告》，对国内金融业现状及货币政策的执行情况等进行阐述，并首次对房价下跌可能引发的金融风险作出预警。对此，我们有理由相信，央行发布的此次预警信号，表明了楼价已处于高位状态，在引发金融危机的预警下，意味着宏观调控将更加严厉，楼市也将出现拐点向下的大趋势。同时，越来越多的国际游资因为人民币的加速升值而从各种渠道蜂拥进入中国股市，使得本来已大幅攀升的中国股市，又由于源源不断的国内外增量资金的介入而被推向一个更高的高度。我们预期，上证综合指数将在2007年下半年创下历史新高，表明中国股市将进入一个新的发展里程碑。

从2007年底到2008年，是中国股市借奥运会题材发挥的又一次重要上涨期。这是一次中国超级长牛市阶段中的中继高潮。越来越多早年踏空或因为吃了21世纪初那几年熊市亏而一直以熊市思维看待中国股市的人终于幡然醒悟，他们按奈不住一再踏空的焦虑心情，蜂拥杀入市场，给这个中继股市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

增加了再次推升的巨大动力。由‘奥运会热’引发的‘中国热’将惯性地滑行到2010年。在这期间，越来越多的国际友人将通过奥运会转播，以及广泛的互联网等信息传播，惊异地发现‘中国新大陆’，从而推动更强一波的‘中国旅游热’。

2010年，又逢上海世博会的召开。真是好戏连台！

2008年到2010年这三年，应当说是中国五年超级长牛市的当红年份，中国超级长牛市也将进入到一个新的高峰。由所有一系列重大经济事件引发的中国乃至世界历史上最大一次投资狂潮，将直接影响到和基建相关的钢铁、水泥、能源、高速公路、航空以及家电、消费、商业、旅游等产业的蓬勃发展。由于供不应求，上游产品价格不断被推高，而世界能源紧缺又引发价格大幅上涨。所有这些，都将使中国通货膨胀率再次上升。2008年底到2010年，中国经济大繁荣和大泡沫将相伴相生，一些和这次经济长周相关的股票都将带头发力上攻，尽管那时通货膨胀率会不断上升，从而使央行加大收紧银根的力度，但同时，各种经济周期带来的强大后劲也在风推火势、火助风威地将中国股市推向一个高不可攀的历史巅峰。”

这是中国系统描述这轮气势恢宏的超级长牛市的第一人，文章以力透纸背的分析功力博得了网民的如潮好评。如今，在中国股市业已大幅走高，并正碎步走向长牛市之际，我们再回头看，无论是2004年的著作《大拐点：站在中国大牛市的新起点上》，还是2005年年底至2006年年初他描述中国超级长牛市的撰文，以及后来将这些预言放入了他的新书《大财五年，抓住你一生中最好的投资机会》，有一点是颇为肯定的，那就是，他是中国成功预测“中国大牛市”的为数不多的人。我们不能不佩服他当时惊人的预见力，因为预见是要冒信誉危机风险的，而正确预见总是非常难的。

我们期待他的新作的问世，就像我们拭目以待他对“中国超级长牛市”预见的应验力一样。

2007年5月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自 序

自2005年年底发端的本轮大牛市行情共出现过的四次巨型震荡，均在2007年，分别是“1.31”、“2.27”、“4.19”和“6.4”。对市场估值的意见纷呈、莫衷一是，是导致这四次大震荡的“元凶”。但笔者相信，今后，多空分歧将始终伴随大盘战战兢兢地前行，大成交、大震荡将是一种常态。大盘越是碎步盘升向上，市场投资者的心态矛盾就越大，市场也由此变成了如下态势，即：一方面，股价处在历史高位，一有风吹草动，抛盘就如潮水般涌出；另一方面，牛市的车轮滚滚向前，虽然震荡在加剧，但仍看不到牛步停歇的迹象。于是，正确判断中国股市格局，就成了投资个人和投资机构在这场千载一遇的大牛市和长牛市道中至为重要的核心问题，因为任何错误或滞后迟钝的判断都将使投资个人和投资机构沦为中国这场超级大行情的最大输家。本书就是一本全面论述中国长牛市趋势的著作。在书中，笔者试图告诉投资者，与其被大盘走势长期折磨得不成人样，毋宁“长痛不如短痛”，作一次“遵义会议”式的总结和沉淀，而沉淀正是为了更大踏步地走向万里长征。同时，笔者仍然深信不已：在长牛市道里，任何一次哪怕是深幅回调都只是短暂的，回调过后的趋势仍将坚定地大步前行。而推动中国股市继续大步前行的最根本理由只有一个，那就是这场历史上最大，也是最长一波牛市是在中国这个13亿人口的巨型大国中发生的，它的表现力度和深度无疑是无法前料的。在这一时代大背景下，笔者坚定判断，中国大牛市、长牛市趋势不改，任何过早影响中国长牛市的想法都是天真和不切实际的，对于那些有意矮化中国股市的海外媒体及外国券商，我们必须进行持之有据、以理服人的抗争。

本书将大致按照以下类别的内容进行细分，从而使全书章节结构具有逻辑连贯性特征：

——未来五年，中国经济仍将继续大发展，并且是加速度发展。大发展将促使中国股市进入有史以来时间最长的一次牛市，对于投资中国股市的人来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说，2006 年～2010 年将是他们一生中最后的投资良机，在这些年得到的投资回报将是以前回报的数倍，甚至数十倍。(第一章)

——中国股市的长牛市格局是一系列重要因素合力作用的结果。从宏观的角度看，当前宏观调控已初见成效，后续将以温和市场化手段为主。宏观经济的持续快速增长以及上市公司业绩的逐步改善，为股市长牛走势奠定了坚实的基础。而股权分置制度的重大变革以及对人民币长期升值的预期判断所带来的国际、国内流动性资金的充裕，也为 A 股的长牛市提供了重要动力。(第二章)

——短期内大盘宽幅震荡是快速释放市场短期风险的过程，这也是保证中国股市长牛市健康发展的必要过程。类似的震荡和下跌回调将与长牛市始终相伴左右。市场尽管短期调整，但有利于牛市行情延续的因素并没有发生任何改变。(第三章)

——以什么样的视野和高度去看待中国这轮长牛市格局，决定了投资者今后的财富结果。在长牛市道和财富效应面前，裹足不前只会痛失一生中最好的历史性投资机遇！用巴菲特的投资眼光和选股原则，精选长牛市道收益能翻十倍的大牛股。(第四章)

——未来五年的中国长牛市虽然有其客观生成的必然性，但在涉及金钱方面的大牛市道里，无数单个投资人动辄情绪化表现和不符合逻辑思维方式的投资决策，却有可能形成恐惧、贪婪和非理性的市场集合行为，从而对中国长牛市格局形成破坏性作用。因此，在中国大牛市道里需要倡导一种体现价值投资的独特的、理性的心理情绪特征。(第五章)

——在长牛市道里的投资策略就是要像投资大师巴菲特一样：(1)在大众疯狂买进的时候卖出，在大众疯狂卖出的时候买进，甚至在局面似乎越来越好的时候保持一种怀疑的态度；(2)用平常心来看待长期盘升途中的短暂回调，每一次回调，就是果断逢低吸纳的好机会；(3)集中投资于中国最优秀的几家企业，一旦买入，保持投资组合至少五年不变；(4)做好充分心理准备，不论短期股市如何震荡，都对自己所持有的股票充满信心，长抱不放。(第六章)

——中国股市没有近忧，却有远虑，那就是股市大崩盘危机。危机的可能性主要来自内生性和外生性两个方面。在国内，被过度炒作多年的资产大泡沫一旦生成，终将有破裂的一天。当早期那些搏人民币长期升值投入中国股市的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

境外共同基金再次成群结队采取统一行动，突然将巨额资金撤出的时候，大崩盘便在中国股市发生了，危机造成的后果是灾难性的。而且更严重的问题在于，从未有过股市大崩盘经历的中国投资者，尤其是新生代投资者，仍一直沉浸在赚钱效应的狂热和躁动中，全然不理会危机随时可能将至。为此，中国监管部门有责任未雨绸缪，预先做好因应危机发生的制度性安排。（第七章）

谨此新书出版之际，笔者要特别感谢应中国的东方出版社之邀，澳大利亚莫乃须大学（University of Monash）经济及管理学院教授盛天顺在百忙中抽出时间来为本书写序言，并作为本书稿的第一读者，全文稿地通读，然后提出许多中肯的修改意见。同时，笔者要感谢东方出版社的蒋建平老师，他一直非常看好本人作品的前景，以及他在合作上表现出的睿智、远见、理解和干练作风，使其成为本人在中国大陆出版过的图书中最快捷高效的一本。本人还要感谢夫人陈追红和儿子程秋野，没有他们相伴在旁，以及对本人生活信念的长期激励和支持，是不可能会有今天的这些成就。和往常笔者的任何一本书稿出版一样，无论何种谬误皆为笔者个人之疏失。如果你是中国超级长牛市的坚定相信者和坚定投资人，笔者向你们——亲爱的读者强烈地毛遂自荐这本不能不读的重要参考书。如果你能从这本书中得到启迪和教益，这将是笔者最感欣慰的一桩事情。

程超泽

2007 年 5 月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Contents 目录

序　言　中国大牛市的成功预测者：我所认识的程超泽教授　1
自　序　1

第一章　催生超级长牛市　1
大拐点：站在中国长牛市的起点上 /3
大繁荣：碎步走向超级长牛市 /6
迎接伟大的投资时代 /10

第二章　寻找超级长牛市的根　19
新一轮的经济增长周期 /21
下一个世界经济巨人：对 21 世纪中国经济的猜想 /45
中国：处在金融大爆炸的漩涡中心 /52
人口周期是影响资产周期的最基础因素 /54
四大预期的市场耦合 /59

第三章　长捂不放：股市大震荡后的思考　75
大震荡市道之我见 /77
震荡市里投资基金老总们"不卖"暗藏着什么玄关 /81
暴跌：一次调仓或买入的重要机会 /85
震荡市里股民必须要做的几件事　/88
在震荡市的焦躁中需要一种投资心理情商 /91

第四章　寻找收益翻十倍的长牛股　95
我的"超级长牛市"的观点没有变 /97
对中国股市"黄金五年"形势的研判 /98
长牛市精选个股的思路选择 /101
长牛市：未来几年的投资主线指向何方 /106

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目 录

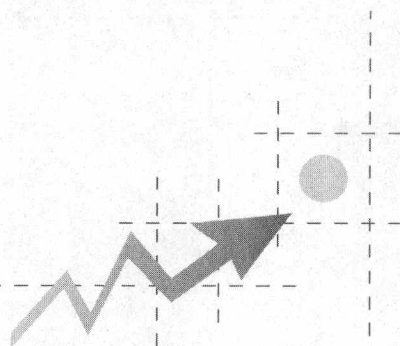
紧盯长牛市里人民币升值这根主轴线 /109
坚决长期看好并持有银行股，我痴心不改 /110

第五章 战胜非理性的市场 113
不理性的市场 /115
市场信息的不对称现象 /122
市场是不可预测的 /125
投资者的最大敌人是自己 /131
投资者的非理性 /134

第六章 打败大盘：学习巴菲特的价值投资策略 137
巴菲特投资简史 /139
巴菲特的分散多样的投资策略 /145
一个全新的投资理念 /147
集中持股原则 /149
咬住青山不放松 /155
股市心理学的启示 /157
做一个理性的价值投资者 /161
价值投资法则的精髓 /163

第七章 金融危机 169
概说金融危机 /171
中国股市虚拟大崩盘 /173
大崩盘的前车之鉴 /178
我的博文“中国股市虚拟大崩盘”捅了一次马蜂窝 /183
如果发生金融危机了，中国会是怎么个样子 /183
为金融风暴预作准备 /186

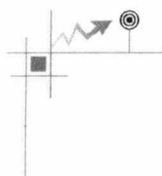
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第一章

催生超级长牛市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



未来五年，中国经济仍将继续大发展，并且是加速度发展。大发展将促使中国股市进入有史以来时间最长的一次牛市，对于投资中国股市的人来说，2006 年～2010 年将是他们一生中最后的投资良机，在这些年得到的投资回报将是以前回报的数倍，甚至数十倍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

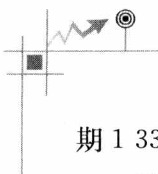
大拐点：站在中国长牛市的起点上

中国股市在伴随着这些起初看来是零敲碎打、断断续续的经济宏观面利好面前总是显得犹犹豫豫，甚至在很大程度上反映了投资者在连续两年大跌后的战战兢兢的心态。但先知先觉的机构或个人却已经从2002年“6.24”股市的突发性暴涨中窥视到了中国股市的动态先机，市场理念正悄然出现前所未有的深刻变化：过去投机理念逐步淡出，继而向投资价值发现这样一个古老理念转变。挖掘上市公司内在价值和成长性，成为中长期投资机构和投资者价值发现的重要课题。在以机构为主导的市场结构调整基础上，缺乏实质性内容炒作的庄股逐渐式微，悄然演变成无人接盘的惨淡局面。

大盘于2003年1月第二次探明底部（1 311点）。不料，2002年底开放式基金新增可流入股市资金的猛增（150亿元人民币）再次成为2003上半年基金主导行情的直接原因之一。在2002年“6.24”突发性行情以来结构性调整基础上，市场在2003年上半年引发了一场由大盘蓝筹股（我们现在称之为的“核心资产”）统领下的近年来少有的持续上涨行情。

可惜，一场旷世罕见的“非典”疫情的突发性狙击，使上涨了近半年的2003年上半年的行情嘎然而止。6月大盘再度出现了级别较大的调整。加上灰色资金的撤退、对经济局部过热的担心、央行相应采取提高存款准备金率等紧缩性政策、市场需要时间观察财政货币政策是否会出现方向性调整，以及人民币升值呼声渐高可能给中国经济和外贸出口带来的隐忧，所有这些因素都集中反映在2003年几乎整个下半年股市里，从而使6月至10月底的股市呈现出阶段性弱势状态：股市资金面持续恶化，包括2003年上半年独领风骚的五大蓝筹板块（汽车、钢铁、石化、金融、电力等）以及基金、券商重仓股都出现了获利盘斩仓行为，科技股也在技术性杀跌盘中出局。市场再次出现了连续下跌走势，并一度创出了近10个月的新低（1 334.78点），距前

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



期1 331点的低点仅一步之遥。

前期低点是否会被再度击穿？后市大盘将何去何从？然而，2003年第三季度季报披露截止时间已公布的数据却告诉我们，在国内经济形势喜人的背景下，上市公司业绩继续保持大幅增长势头，上市公司整体利润较2002年同期相比有30%增长。显然，指数在技术面上已严重超跌，大盘在1 350点下方的空方能量已在过去5个月里再一次得到充分释放。从10月份开始，盘口已出现了大量战略投资者逢低吸纳有价值成长性股票的种种端倪。

当利用分析家软件所做的大盘成本线时我们不难发现：从1999年底1 341点起步到2000年8月的2 114点，共153个交易日；其后在1900至2 245点花了一年时间构造复合顶——一个中国股市从未有过的巨型大顶。从2001年中2 245点大顶下跌至2002年1月末的1 339点底部，共耗时155日，基本与2000年上涨时间相等，这两段基本已可认定为上涨与下跌的单边市。到2003年10月底出现了和前两次底部粘合的新底（1 334.78点），从而形成了"5.19"行情之后大盘的3个最重要低点，它们都是在均差还不到10点。而且大盘见底的方式几乎如出一辙，都是首先在1 400点之上出现时间较长的横盘，随后两三个交易日里快速击穿1 400点，紧跟着就是长阳线单日拉回1 400点之上。这就意味着对市场的主力资金、大资金来说，1 400点以下能够得到的筹码微乎其微，击穿1 400点的客观效果不过是空头陷阱，目的是洗筹，骗得更多廉价的筹码。

就在2003年下半年中国大陆股市巨幅下跌之际，香港H股（红筹股）、网易等海外上市的股票、深圳B股的走势的大幅度上涨已给中国股市行即将反转预示了先行指标的意义：在QFII时代的全球视野下，中国股市新一轮牛市正从香港股市起步。

全球股市于2003年见到的历史性大底，并出现了全面大幅扬升，非常有利于中国股市走出熊市，踏向牛途。如果说国内股市只有短短的12年，其数据太少还不足以说明什么的话，那么，如果沿用美国股市近50年来的数据求证这样一个观点，那就是股市暴跌之后必将迎来历史新高。美国《笑傲股市》一书的作者维廉·奥尼尔认为：美国股市过去一百年当中共有25次以上大跌空头市。然而，行情总能攻城掠地，再创新高。他根据统计数据引证，美国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股市百年来的投资回报率高达11.33%，远高于国债、房地产及银行利率。

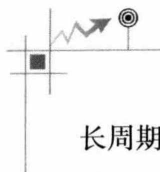
同理，我们从香港股市的百年史也同样得出这样的结论：每一次暴跌必然换来新的机遇和新的发展，历史倒退和停止几乎是不可能的。这就唯物辩证法！对中国新兴发展中的沪深股市的分析，我们有充分理由相信，随着中央管理层对股市政策面的转暖，以及国民经济的持续向好，国内股市最为艰难的日子已经过去，中国正迎来一轮持续向上的大牛市行情。

2004年，蓝筹股走主升浪，部分股票不断突破新历史新高。蓝筹股的行情是以经济高速增长为背景，电力、钢铁、石化、资源、运输等行业的成长空间还很大。比如电力行业，权威部门的预测是，中国未来3年电力缺口仍很大，2004年电力紧张度超过2003年。那么，我们有什么理由不看好电力行业？目前，两市电力股的市盈率普遍在20～30倍，在电力供不应求的背景下，这样的市盈率明显低估。那么，又有什么理由不看好电力股？像作为中国经济中心上海电力龙头企业的上海电力，上市以来在低位放量而在相对高位反而缩量，目前最大振幅才30%，市盈率约26倍。这样的股票，在任何下跌时都是低吸良机。如果仅仅因为短期波动而迷茫和担心，那只能说缺乏大思维。

中国股市晴雨表的作用可以在短期内扭曲地发挥，但这决不等于将不发挥作用。在经济可望中长期持续增长的大潮中，中国股市最终将受到强烈牵引，过去两年半漫漫熊途后的一轮新的大牛市正在显山露水，正在出现大拐点、大反转行情。新一轮股市增长势头一旦形成，可望在年内上涨高达60%～100%。所谓大牛市究竟是什么？如果说大熊市是跌完又跌，每次反弹都是卖出的机会，那么大牛市则升完又升，每次下跌都是买进的机会。在大熊市里四处信心鼓劲，不时建议底部买进，但底部后还有底部；大牛市里忧虑声不断，“名嘴”们屡次言顶，但屡屡失误。大熊市里利空理由完整系统，利多消息则成耳旁风；大牛市里利多理由层出不穷，利空没人听得进去。

我们不禁要问：大牛市的临界点到底何时出现？中国股市的大牛市基础是什么？这些基石能否有效组合在一起呢？笔者认为，从2002年为始点，中国经济增长内生性变量不断增加，要素生产率和全民发展指标稳定提高，重大经济结构性转型日渐突出。中国经济正走出低谷，开始步入新一轮经济成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



长周期。我们隐然感到：中国经济正运行在增长性长波轨迹上，一轮气势磅礴的股市翻转行情正在悄然逼近。因此，本书以中国宏观、中观、微观经济为背景，多视角、多层面、全方位描绘和分析中国经济的现实与短中长期走势，更试图剖析未来中国经济成长的种种天时、地利、人和的合理内核，特别是对中国经济跃迁中的制度创新、社会开放度、独一无二的经济优势、高速增长的补短工程、规模经济、入世效应等，作了独到精深的论证，从而使本书成为近年来在这方面的开创性研究成果。正如本书结论部分告诉广大股民的那样，中国正在掀起新一轮经济景气周期，如果您不知道中国已经、正在和将要发生的事，那您就等于坐失一次长期参与分享中国经济上升时期大红利的千载难遇的良机。

大繁荣：碎步走向超级长牛市

中国股市正处于熊牛大转折过程中，这已经逐渐被市场人士认同。然而后面将会发生什么惊天动地的事情呢？借鉴 1996 年熊牛质变过程，我们不难发现，未来 5 年中国长期的大牛市极有可能演绎 1996 年熊牛转折的过程：筑底反弹，再次探底，然后上升，熊牛厮杀，急速拉升等五个阶段，该过程具体叙述如下。

——筑底反弹。时间：2 月 8 日～3 月 4 日。深成指 936 点～1 069 点。特点：在利好消息下大盘走了一波急速上升的反弹行情。

——再次探底。时间：3 月 5 日～4 月 2 日。深成指 1 069 点～1 004 点。特点：先是快速回落，然后逐步盘跌，时间较长。

——然后上升。时间：4 月 3 日～8 日。深成指 1 009 点～1 068 点。

——熊牛厮杀。时间：4 月 8 日～22 日。深成指 1 009 点～1 068 点。特点：缓慢盘升，多空双方意见分歧很大，盘面上搏斗十分激烈，但指数却顽强地向上盘升。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

——急速拉升。时间：4 月 22 日～4 月 30 日。深成指 1 223 点～1 627 点。特点：大幅急速拉升，五天深成指上升了 40%，出现了多只暴利个股。

随着大牛市被逐步确认，社会资金疯狂入场，并形成了一场风暴：

——熊牛大决战，多头胜出的迹象越来越明显。市场上开始有第一批先知先觉的大资金蜂拥进场，从而令大盘结束盘升，进入第一段加速上升的阶段，并使大盘正式向上突破熊牛分界线，走出初步具备大牛市特点的行情。

——随着大盘初步具备大牛市的特点，市场上属于积极型的投资者也认识到大牛市来了，于是马上筹集资金疯狂扑进股市，引发了第二批大资金疯狂进场，促使股指进一步加速上升，使其基本具备了大牛市的特点。

——随着股市基本具备大牛市的特点，市场后知后觉者，甚至很谨慎的资金，再也坐不住了，纷纷蜂拥而至、扑进股市，掀起了社会游资进入股市的第三次风暴，加速股指进一步上升，使大盘完全具备了大牛市的特点，确立了熊市彻底死亡的事实。

就这样，当社会各路资金随着大盘牛市特点的日益清晰而疯狂入市时，就形成了一个三波次的席卷股市的资金狂潮。

熊转牛质变就是这样完成的：

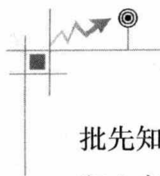
——资金入市狂潮与大牛市特点相辅相成。第一批资金进场使大盘初步具备大牛市的特点；第二批资金疯狂进场使大盘基本具备大牛市特点；第三批资金席卷股市最终使大盘完全具备大牛市的特点。资金入市狂潮与大牛市特点相得益彰，最终使股市完成熊牛大转折，使量变到质变的过程顺利完成。

——这一轮资金狂潮，使股市走出了一波具有大牛市特点的大级别行情，显示了股市暴利时代的特征。

——这一波大行情具备亦熊亦牛的特点。在这一波大行情的前半部分是熊市的反弹，呈现的是熊市的特点。但是到了后半部分就开始具备大牛市的特点，这是熊牛大转折过程中所特有的大行情，也是罕见的既具有熊市又具有牛市特点的大行情。

就目前而言，中国股市正处于熊牛大决战中，有明显的迹象显示多头将赢得大决战的胜利。2006 年 4 月中旬大资金开始疯狂进场，至 5 月中旬，成交量罕见地达到了 3 970 亿元人民币，已经表明了这一点。这很可能就是第一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



批先知先觉者的大资金，他们已经敏锐地觉察到大牛市即将到来了，从而疯狂入市，形成第一波初步具备大牛市特点的行情。而随着这一狂潮向纵深发展，大牛市特点将越来越明显，社会对大牛市确认的人也越来越多，从而不断引发包括海外巨额游资进入股市的疯狂行动。随着这一过程的逐步演进，大熊市将走向死亡，大牛市的特征将更加明显。

笔者早在2004年上海东方出版中心出版的《大拐点：站在中国大牛市的起点上》论著中，就已向长线投资人发出了最强烈的买入信号，因为我们看到了中国股市最基本的发展趋势、周期和技术数据都暗示了这一点。即使投资人对人口统计学趋势不甚了解而可能影响到投资判断时，那么他们仅仅按照股市五年周期的理论也应该坚决买入。在那本书中，笔者的基本观点是，在2006年开始的五年里，中国将有一次超级长牛市，可能比20世纪90年代的任何一次牛市都更强劲。

上述的这个观点至今没有变，而且随着中国股指的不断推升，笔者也由不厌其烦申述此观点而变得急不可耐。①

对于未来五年为期的中国股市长牛市，我们的判断假设是：（1）没有战争或重大自然灾害；（2）没有全球性经济或金融危机；（3）中国股市的上涨是建立在证券制度建设有序推进的基础之上，投资人也是理性的。在此假设的基础上，如果我们充分了解了上述的经济趋势和周期，我们就能为行将到来的中国超级长牛市和随后的股市崩盘做好充分的思想、心理和物质准备。我们从现在起就要抓住买入股票的最佳机会，以迎接中国股市最长时间的一次大牛市。

当然，冷静地思索，也有一些使中国股市后续走势变得复杂而不确定的因素。尽管我们认为中国经济强劲的增长势头将热力不退，股市的强势也将持续到2010年，但是由于中国股市长期熊市格局的阴影，以及经过连续几年股指的大幅上涨，股市将一直处在“高处不胜寒”的紧崩心理定势模式下运行，市场投资者会时不时地回忆起发生在2001年到2005年年底的那次漫漫熊市，他们更是对1997年在亚洲发生的金融风暴带来的灾难性后果噤若寒

① 参见程超泽：《大拐点：站在中国大牛市的起点上》，上海东方出版中心，2004年。相同的观点参见程超泽：“中国最后的大繁荣”，东方财富网，2005年12月22日。

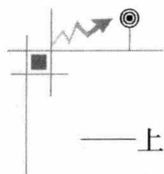
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

蝉。越到后来，投资人就越变得谨小慎微。不过到那时，他们还不会卖光自己手上的股票，因为股市仍保持着气势磅礴的牛市氛围和牛市格局，指数还在不断被推高和刷新。但他们的投资策略开始变得保守起来。我们有理由相信，整个中国股市的见顶可能要在2010年底到2011年早期出现。我对中国超级大牛市结束的最佳预测时间是2011年的春节前后。

世界上没有只跌不涨的股市，当然也没有只涨不跌的股市。股市中既然有先知先觉的投资人或机构洞察先机，在股市尚未启动的时候就抄了大底买入股票，当然也有先知先觉的人在股市尚未出现大幅下跌前就先期成功地将资金撤出，逃离这个已经危机四伏的地带。在这方面，国际游资可谓十分精于此道。由于国际游资在中国内地的投资（无论是投资房产，还是股票），花的都不是自己的钱，而是集合境外委托人的资金，他们代为投资并收取管理费，因此强烈的资产增值和变现冲动始终使他们“防患于未然”的意识紧绷。笔者认为，自2005年年底以来中国股市大行情，就像一道盛宴，在杯斛交错的饕餮后，盛宴总有结束的一天。紧随着2010年上海世博会的曲终人散，持续多年的中国房地产价格的暴涨、包括石油在内的大宗商品价格的暴涨、黄金价格的暴涨、股价的暴涨，以及人民币的大幅升值，都将可能提前引发国内外巨额游资因丰厚的利润兑现而大规模撤退。届时，中国房地产和股市这两个世界经济发展史中最大的泡沫最终将像纸糊的那样被刺破。我们预测，在2010年底或2011年初的某个时段，这个大泡沫将破裂。它看上去和中国2001年～2005年的那次泡沫破裂很相像，只是这一次下跌的程度更深，速度也来得更快。它们之间的真正差别是，后一次将引发中国更大规模、时间更长的熊市，从而反过来影响到中国经济的未来发展。这次萧条大概和20世纪90年代至21世纪初的日本经济的走势相似。

经过持续五年的高速增长后，中国经济将描绘出以下的流程图：新农村运动、城市化、中部崛起、北京奥运会、上海世博会等相继展开——引发国内外投资中国狂潮——推动中国经济大发展——拉升股市——引发产能大量过剩——迫使央行抽紧银根——经济增长迅速放缓——上市公司出现大面积亏损现象——股市投资人开始不看好股市。同时，一般消费者的支出在经过五年消费狂潮后也因为饱和而迅速放缓，中国内需市场正式进入通货紧缩期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



——上市公司雪上加霜——股指猛烈下跌的阶段。2011 年后的很多年，中国股市将一路跌跌不休，开始时是大幅震荡，不断有股指回升的假象。接着股市便开始加速狂跌，股票也被不问价地巨量抛售，引发市场的心理恐慌。越到后来就只是无量下跌，中国股市再次九九归原，走向漫漫熊途。而 2010 年后中国一些高质量的公司债券和国债价格则会上涨，这是因为经济低迷时，“弃股炒债，以质取胜”的原则将发挥作用。

和股市同步下跌的是房地产。由于国际巨额游资釜底抽薪般地兑现撤出，中国房产价格将出现深度下跌，尤其是那些处于繁华都市、城郊和度假胜地的房屋价格更是如此。最令人悲观的是，当国内外大批资金撤退，在国内消费者住房抵押贷款的需求又跟不上房地产建设贷款增长的时候，中国从 2011 年起将出现大规模的楼盘供给过剩，住房供需的失衡将越来越严重，我们将看到通货紧缩或物价实际大幅下降对中国经济产生的巨大冲击波。

迎接伟大的投资时代

中国股市自 2001 年以来，伴随着以亿安科技为代表的庄股概念的破灭，进入到一个痛苦的不断挤泡沫的裂变过程之中。然而从 2003 年 9 月开始，中国内地在香港上市的 H 股率先大幅上扬，有的 H 股（如青岛啤酒）的价格第一次超过了中国内地的 A 股同一股票价格。至此，H 股的上扬封杀了内地 A 股已经下跌了两年多的空间，沪深两地 A 股市场进入到一个价值投资区域。到 2006 年，中国股票市场和香港股票市场第一次出现了全面联袂上扬的格局，中国正在迎来一个全新的机会投资时代。

从世界各国的发展状况看，当一个地区的人均国民收入在 1 000 美元时，表现为资本的流入；在 2 000 美元时，表现为资本的流入和流出；而在 2 000 美元以上时，则表现为资本的流出。如今，在上海、浙江等一些富裕省份，人均收入都已超过 4 000 美元，这些资本一定要寻找出路，即使不在国内寻找

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资机会，它们也会流向其他国家和地区。这种资本大量涌动，寻找投资机会的状况颇像当年的日本。国内著名的 TCL 集团在海外不断投资设厂就是一个典型的例子，因为资本是趋利性的，对于那些积极寻求更大利基的 smart money（聪明之钱）来说，没有什么能够挡住它们前进的步伐。

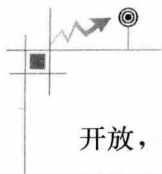
由于看好中国经济长期向好的趋势，国际资本逐利中国是可以想见的。当全球投资热点都盯住中国的时候，有着 1 200 多家上市公司的中国资本市场又怎么能说没有投资机会呢？如果说以前上市公司因为中国资本市场还很不完善而存在体制扭曲、信誉缺失、投机现象严重等问题，那么，2004 年年初国务院发布的《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》（简称“国九条”），则肯定了中国资本市场在资源优化配置上的有效性，指明了中国资本市场的未来发展方向，提出了“加强资本市场基础建设，建立健全资本市场发展的各项制度，切实保护投资者特别是公众投资者的合法权益，营造资本市场稳定和健康发展的良好环境”的明确要求，为日后中国股市的健康发展奠定了政策基础。

我们同时还关注到以下一个事实，即 2000 年中国国内直接融资占社会总融资的比例为 12.6%，2001 年为 8%，2002 年为 4.7%，2003 年为2.5%，国内直接资本融资比重连年下滑。与美国直接融资比重平均为 33%相比，中国国内资本市场有巨大的发展空间。如果中国能够较好地解决风险企业的融资需求，将银行的资金压力释放到资本市场这样一个风险市场中，国内资本市场的机会将是不言而喻的。

在中国，资本项目下共包括 40 多个子项目，实际上有 20 多个项目已经对外开放，按照中国加入世贸组织的承诺，剩下的 20 多个项目，最早于 2005 年、最晚不迟于 2007 年也将陆续对外开放。中国在加入世界贸易组织后，管制的资本项目正在逐步减少，继允许境外合格投资者投资中国资本市场（QFII）后，下一步要做的就是实施 QDII[①]。最近，中国已允许社保基金到海外投资上市，实际上已经迈出了 QDII 的第一步。随着中国各资本项目的陆续

① QDII，即合格境内机构投资者，它是与 QFII（合格境外机构投资者）相对应的一种投资机制。是指在资本项目未完全开放的情况下，允许政府所认可的到境外资本市场投资的境内金融投资机构。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



开放，特别是QFII大举进入中国资本市场，以及全球对人民币升值的预期，投资者对中国股市绝对看好，中国股市正在迎来一波波澜壮阔的超级增长。显然，预测中国股票市场的最高点是困难的，但2001年年中上海证券交易综合指数达到的历史性高点（2 245点），在未来一二年内，甚至在更短时间内肯定会被突破，这一点将是毫无疑问的。

从市盈率[1]看，目前美国道指平均市盈率为21倍，标准普尔500平均市盈率24倍；美国GDP年增长只有2%～3%，而且它的经济增长还充满着各种不确定性。中国未来10年的经济增长，我们保守的估计至少也在8%以上的年增长率。按照经济学理论，如果身处两个不同国家的两个相类似的企业，由于经济增长速度的大相径庭，增长率高的企业市盈率理应高于增长率低的企业。中国如今的经济增长速度是美国的3倍，中国股票市场的合理市盈率理应高于美国股票市场的市盈率。然而，中国国内的许多人士对此存在误解，甚至一些据说是精于市场投资分析的分析师也出现诸如此类的低级错误，常动辄把中国股票市场的市盈率拿来和美国做简单对比。比较的结论是中国股票市场的市盈率不能高于美国，似乎高于美国，中国股票市场的灾难就要降临了。

从经济格局看，中国自加入WTO后，正在纳入全球统一的大市场中。沃尔玛、家乐福等一些世界级连锁巨头正在紧锣密鼓地抢占中国市场，行业兼并重组如火如荼，行业集中度在加强，最后势必形成几家巨大的、最有规模、最有效率的巨无霸龙头企业成为行业的领袖。对中国各行业的龙头企业如国美、海尔等来说，随着国内区域壁垒的消除，同样面临着极大的发展机遇。它们的成长不但表现为行业的自然增长，而且还表现在市场占有率上的极大提高。在上市公司青岛啤酒中，我们已经看到了美国AB公司1960年时的身影。1960年，AB公司在美国市场的占有率约10%，经过40年的发展，

① 股票的市盈率指每股市价除以每股盈利，通常作为股票孰贱孰贵的指标。市盈率把企业的股价与其创造财富的能力联系起来。每股盈利的计算方法，是该企业在过去12个月的净收入除以已发行的总股数。假设某股票的市价为24元，而过去12个月的每股盈利为3元，则市盈率为24÷3=8。该股票被视为有8倍的市盈率，即每付出8元可分享1元的盈利。投资者计算市盈率，主要用来比较不同股票的内在价值。理论上，股票的市盈率越低，代表投资者能够以较低的价格购入股票以取得回报，越值得投资。比较不同国家、不同行业、不同时段的市盈率高低是不大可靠的，而比较同类股票的市盈率较有实用价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到2002年，AB公司在美国市场的占有率已达到49%。而青岛啤酒目前在中国市场的占有率为12.5%，它的发展潜力巨大，且前景一片大好。

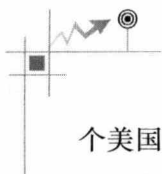
更重要的是，像青岛啤酒这类龙头企业，我们更看好其未来利润率上的提高。由于中国目前还存在地区市场分割和地方保护主义现象，青岛啤酒的营业费用和销售费用占总收入的比重过大，分别为8%和16%，从而造成青啤净利润极低，仅为3%。而AB公司这两者之和才16%。可以想见，在未来，当中国的啤酒行业消除地区壁垒之后，像青啤这样的龙头企业将不再需要维持如此高昂的营业费用和销售费用，那么，它的净利润率也会因此而大幅上升。

青岛啤酒绝不是个案，它是当今中国一批龙头企业的代表。未来几年，随着以“上证50”为代表的一批龙头企业的利润增长，且远远高于GDP的增长，将为这一波大牛市的发展打下坚实的基础。

从海外资本市场看，当人民币未来开始第一个10%的升值时，全球资本会像潮水般地蜂拥而入中国，人们接着又会预期下一个10%的升值。而赚钱效应又将诱发更多的全球资本被吸引到中国的资本市场中来。更进一步看，当美元区的投资者投资于人民币资产的证券市场后，由于他们有币值升值部分的补偿，他们在股票市场里也因此可以接受比本国股市更高的市盈率，这将是未来推高中国股票市场市盈率的又一重要力量。当然，还有一个理由就是在牛市市道里，当赚钱效应引发疯狂的时候，人们将不再计较市盈率的高低。日本股票市场平均市盈率曾在疯狂的时候达到过60倍，而中国股票市场的市盈率将会如何疯狂，我们至今不敢猜测。

今天的中国经济面临着和日本1985年非常相似的景况。1985年，日本经过战后几十年黄金发展期，各个产业的竞争力非常强，贸易顺差达470亿美金。美国联手其他经济发达国家，向日本施压，要求日元升值，这就是著名的“广场协议”。随后，美元对日元的比价从1985年的1：260变为20世纪90年代初的最高达1：80，日元上升了3倍。在日元升值的强大预期下，全球资本都涌向日本，日经指数从1985年的7 600点升至1990年最高39 000点，升了5倍。日本的地产价格也升至历史最高位，甚至东京的地产总值超过了全美国的地产总值。难怪那时有一阵子，从日本国内传出有人要收购整

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



个美国的狂妄叫嚣。

中国自 1978 年实行改革开放以来，经过 20 多年的高速经济增长，中国的综合国力得到了空前提高，未来人民币将成为继美元、欧元、日元后全世界第四大硬通货，人民币资本崛起势不可挡。对一个美元区投资者来说，如果 2006 年他将 1 亿美元换成人民币投入中国资本市场，即使存入银行没有利息或资本本身不升值，4 年后，假设人民币升值 1 倍，他卖掉人民币资产换回美元，那么以美元计，每年的复合回报率也仍有 10.5%。同美国 30 年期国债 5%的收益率相比，回报要高出一倍。更重要的是，人民币升值是一个确定的事件，对这一确定的事件进行投资，潜在的风险要比 30 年期美国国债要小很多。

如果假设中国是一家上市公司，1995 年人民币对美元 1∶8.27，当年中国 GDP 总值为 57 733 亿元人民币，从美元角度衡量，11 年前中国经济的总规模还只是一个创业板公司，系统及政策风险都颇大。但经过这么多年的发展，“中国”这家上市公司已今非昔比，2005 年 GDP 总值达到 24 000 亿美元，排列世界第四。中国无论在经济总量、综合实力和外汇储备规模上都已名列世界前茅。可是，人民币的汇率还维持在一个较高的水平上，2005 年 7 月 1 日，中国央行放开人民币对美元的浮动幅度，到 2006 年也只是 3%的升幅。因此，对外资而言，这是一个价值被大大低估的蓝筹股。

换一种角度看，沃尔玛和微软两家上市公司的总市值为 5 000 多亿美元，折合 4 万多亿元人民币，接近中国深沪两地 1200 多家上市公司的总市值。也就是说，美国仅两家上市公司就可以买下整个中国的上市公司。这岂不很荒谬！其实，这里的言外之意就是，在资产被严重低估的时候，所谓的市盈率还重要吗？正是看到这一严重被低估的事实，以巴菲特、索罗斯为代表的海外资本操盘精英重仓投入中国资本市场就不足为奇了。“拥有中国资产，分享中国成长果实”，将是未来一二十年华尔街谈论的主题。

我们注意到，2002 年中国吸引外资的数量在历史上首次超过美国，占全球第一位（570 亿美元）。自 2001 年以来中国的外汇储备增加得很快，到 2006 年第三季度，外汇储备已突破 1 万亿美元，排列世界第一。这五年增加的外汇储备，相当于前 10 年外汇储备总和的 3.57 倍。可见，全球资本正在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

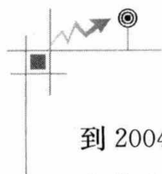
寻求各种方式，大幅度快速地进入中国市场，因此中国资产是一种很好的投资选择。

由于有了日本的前车之鉴，中国政府已经认识到货币急速升值对一个国家经济发展的破坏力极大，并且采取了相应的措施。况且中国目前对美国的出口仅占其整个出口总值的21%，因此，我们赞同中国政府目前的做法，坚持人民币汇率稳定的方针，同时吸引更多的海外产业资本进入中国，全面增强各行业竞争力。但在中央政府坚持稳定人民币汇率时，它同时又将遇到一些新的挑战。中国人民银行行长周小川显然已经意识到了这种挑战，他曾指出，要警惕通货膨胀。我们预计，从现在起，随着中国经济的持续高速发展，中国通货膨胀的趋势也会加剧。全球资本进入中国市场追逐有限的商品，将会引起通货膨胀急剧升温。另外，中国的出口竞争力正在日益增强，它在向全世界输出更多商品的同时，也带来了自身的贸易保护主义问题。因此，对中国政府来说，这似乎是一个两难选择：要么人民币升值，失业率上升，竞争力下降；要么接受通货膨胀，以及更多的贸易磨擦。但我们有理由相信，中国政府最终会走中间路线，接受人民币升值但升值缓慢的方式，同时又忍受轻微的通货膨胀。对证券市场来说，人民币升值及通货膨胀将是人们思考未来资产配置及证券选择的两大前提，那些能抵御通货侵蚀的上市公司将是未来几年的大赢家。

中国资产到底是一种怎样的概念？如果说对A、B、H股的投资都只是一种方式，那么当前投资哪个市场、什么样的公司，能分享到中国经济高速成长的成果呢？目前来讲，中国资产指的是公司主营在中国大陆、收入主要为人民币的公司。按此定义，显然目前的A股、B股、H股属于中国资产概念。投入这样的公司，从整个市场角度看，能够分享到整个中国经济高速增长带来的成果，相对而言，我们更看好各个行业的龙头企业。

由于香港和内地股票市场将同步进入一轮较长时期的大牛市，因此，选择处于行业龙头地位、在未来的30年时间内还能存在、值得长期投资的公司，其风险当然就小。优秀的公司是值得长期投资的。瑞银作为首家进入中国资本市场的外资公司，于2003年首次公开的买进5只股票的名单就很经典，很具代表性。用他们的投资理念来说，不会因为价格已经有2003年年末

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



到2004年年初的那段时期的大幅上扬就不去投资这些股票了，因为如果这个企业后市还有200%以上的获利增长空间，他们又怎么会介意眼前的一点涨升呢？我们可以看到，汇丰在过去30年里涨了几十倍，和黄涨了上百倍，因此真正好的公司是值得投资者长期反复投资的。

在过去几十年里，当很多人读完可口可乐的年报后，总是感叹自己怎么就没有像巴菲特一样及早发现这么优秀的公司。可是，当你现在还不关注那些在中国各行业的龙头企业，几十年后，你恐怕也会像那些读可口可乐年报的人一样叹息自己错过了一次赚取几十倍利润的机会。如同我们前面所说的，中国的企业虽然目前同全球的跨国巨型企业相比还只是小级别的，但我们有充分的理由相信：若干年后，从这些企业里一定会崛起一批像沃尔玛、可口可乐这样的巨型企业。

当然，我们这里说的主要是从企业角度而不是从交易角度看股票。我们认为，当前股票市场上还时有人倡导选择小盘股，这是由于旧的投资理念的存续影响。我们这样说并不是说对小盘股不可以关注，关键还是小盘股所在公司的运营风险太大，未来能够存活下来的概率不高，加上容易被兼并重组，即便暂时存活下来也将面临能否永续存活的挑战。在我们心目中，完美的投资当然是：其风险级别相当于债券一样保险，成长级别又相当于高科技股。我们深知，一旦投资出现失误，损失的将不仅仅是金钱，更多的是机会成本。

我们可以把投资类型细分为三种：第一种，高风险与低回报；第二种，风险与回报对称（有效市场理论信奉的那种）；第三种，低风险与高回报，举凡是投资者都在永远寻找第三种的投资机遇。这就要求我们平时做好功课，开阔自己的视野，并准备好头寸随时待命。在大多数时候，我们就像一头伏于丛林里静等猎物出现的猎豹，当市场因各种原因出现有利的重大转机时，我们会全力出击。从这个角度看，我们真的不太喜欢牛市，而更喜欢熊市。因为在牛市猛烈上涨中寻觅低估的股票其实是一件很难的事，但在熊市中却有大把大把鲜有人问津的好股票。

我们通常采取的是巴菲特投资企业的策略，在投资前也像巴菲特一样对所要投资的企业小心求证。我们会事先做足功课，进行调查研究，分析报表。例如，在投资上海医药这只当今中国医药商业航空母舰时，我们会经常有意

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

识地在华氏大药房驻足观看进出的人流量；投资宁沪高速时，我们会专去高速公路观察汽车的流量。总之，在每一次重要投资决策形成前，我们一定会问自己，今天，如果将头寸入单在某个股票上，我们是否会高枕无忧。由于每一次投资行为需耗费大量的精力，所以我们投资的股票一般数目不会很多，有的可能持有几年都不换手。钻石级的投资机遇永远是稀缺的，一旦拥有，绝不轻言放弃。

抛弃技术分析，专注公司质地进行投资这样一种投资的策略看来已到了成气候的时候了。证券市场每日价格的波动对我们来说已没有意义，市场只不过是大众各种心理的随机反映。市场的二八现象，即永远有80%投资者亏损的法则说明，成功的投资者永远不是大众的一分子。我们不是先知，无法预测未来的股指，指数的底和顶只有上帝才知道。唯其如此，才应抛弃指数分析和量价分析，也不用个股图形作为判断投资的依据。所谓图形只是工具，只是大众心理对公司每日看法的图表化。从历史曲线试图引伸出未来走势，那是一件多么荒唐的事！但我们赞成基本面分析，在分析中寻找在不同行业里能在未来10年、20年、30年中存活下来，并且有较高成功确定性的企业。

现在人们对中国经济的高速增长已有了比较统一的认识，但对中国宏观经济增长认识的高度还远远不够。如果2010年中国的GDP达到18万亿人民币，则在中国领土上不出现跨国公司巨头是不可想象的。中国日益改善的法制环境也为这些跨国公司巨头的横空出世提供了可能。同时，本土企业也具备了成为巨头的素质，本土企业可以发挥本土文化融合性强和成本低的优势，从而迅速发展和崛起。对投资者来说，要看到这样一个大的发展趋势，从中国经济增长、生产力比较优势中挖掘出未来可能成为国际巨头公司的本土企业。如中兴通讯，它有非常清晰的主业，无论是领导层还是管理团队都很优秀，过去三年里其股票价格又下调很深，而三年里它的国内销售额却从40亿元人民币上升到160亿元人民币，海外销售额从3亿美元上升到10亿美元。通常认为，中国高科技企业在做到20亿销售规模后很难再有增长，但中兴、华为、UT等一些企业在突破了20亿后仍在增长，说明了他们已具备了很强的国际竞争力。因此，现在正是最好的投资机会。

一些投资者可能因所投资的上市公司的股票出现短期调整而忽略其长期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

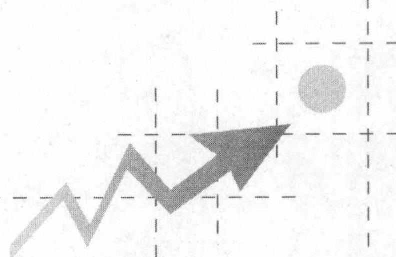


增长趋势，这是一种短视的目光。未来十年将是中国上市公司发展的黄金时代。这是一个伟大的历史进程，不要把目光停留在短期收益率上，要有长期发展观和对这个巨变时代的前瞻性之见。中国经过20多年的改革开放，企业家这一职业阶层正在形成。过去20多年来经受的各种考验和面临的各种困难已使得这些本土企业成熟起来，成长得更加健康。也许在未来的10年、20年里，我们可能还要不断地调整对中国经济发展的预期，现在的预期可能是过于保守了。我们认为，2010年中国GDP可以占到全球的15%甚至更高。在股市方面，中国证券市场将面临史无前例的机遇，并将改变以前的盈利模式，新的模式就是价值投资。

我们生活在一个进行着深刻变革的国家，处在一个伟大的投资时代，我们的任务就是要寻找中国最优秀的公司，能给我们带来最大利润的公司。以前我们不敢说这样的公司有很多，现在可以说已经有很多了，更主要的是要挖掘正处于萌芽状态的成长型企业。我们深信，如果手中拥有这些发展潜力巨大的企业股票，坚持数年，甚至10年或20年，我们的财富将会随着这些企业的高速增长而达到傲人的地步。因此，从某种意义上说，我们与其说是证券分析家，不如说是企业投资家。

如果我们上述的假设应验的话，那么现在正是投资中国资产的历史性时机。集中投资于最优秀的几家企业，一旦买入，便遵循集中投资、长期持有的策略。我们相信，风险的控制不在于投资目标的分散程度，而取决于投资目标的真正内在价值。只有那些对自己在做什么都不清楚的投资者才需要多元化的投资战略。所以我们不会频繁交易，高昂的交易成本将是长期投资的敌人。我们钟爱投资，因为我们遵循自己的理念，注重投资过程，享受长期的成果。等到一二十年后，当我们再次回头看，一定会发现，我们的投资正好处于中国新一轮经济增长周期的开始和股市长牛的起点，我们的投资策略是多么的英明和富有远见。

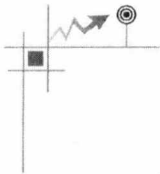
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第二章

寻找超级长牛市的根

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



中国股市的长牛市格局是一系列重要因素合力作用的结果。从宏观的角度看，当前宏观调控已初见成效，后续将以温和市场化手段为主。宏观经济的持续快速增长以及上市公司业绩的逐步改善，为股市长牛市走势奠定了坚实的基础。而股权分置制度的重大变革以及对人民币长期升值的预期判断所带来的国际、国内流动性资金的充裕，也为A股的长牛市提供了重要动力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

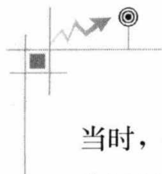
新一轮的经济增长周期

中国在世界经济中的地位不断提高，并日益成为世界经济增长的主要拉动力量。从1996年～2005年，中国的实际GDP每年平均增长8.2%，是世界发达国家年平均增长率2.7%的三倍，是全球其他新兴市场及发展中国家年平均增长率3.5%的两倍多。在经济日益全球化的今天，中国作为世界工业制造基地的进程正在加速，新农村运动方兴未艾，城市化速度加快，国内庞大的市场正面临着消费升级。在这样的大背景下，中国面临着新一轮的经济增长周期。正如温家宝总理于2003年底访问美国哈佛大学演讲时指出的那样："中国的工业化和城市化是中国国民经济长期保持高速发展的奥秘所在。""它山之石，可以攻玉"。两百多年来，海外证券市场的发展给了我们许多启示，即任何一波大级别的股市上升行情，其背后必然有一个与之相匹配的主题，不同年代的产业发展周期，与之对应的也必然是相应行业的热门股。如19世纪的铁路股，20世纪初的汽车股与钢铁股，20世纪50年代的玻璃纤维股，20世纪60年代美苏军备竞争之下的电子股以及20世纪70年代能源危机之下的石油股。这些无不与当时的社会主题和经济背景紧密相连，而货币对资本市场的影响更是不可低估。国外如此，中国股市也概莫能外。显然，目前中国股市的走势与中国经济年平均9%以上的增长明显不符，但中国股市的市值占GDP比重已达46%，作用绝对不可小视。股市作为国民经济晴雨表的特征将会越来越明显，在目前中国经济发展大方向难以改变的背景下，未来中国股市不牛都很难！

新农村运动

其实，早在20世纪末，就有人在关注中国经济未来必然要面临的产能过剩问题，北京大学中国经济问题研究中心的林毅夫教授就是一个典型代表。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



当时，他就已经开始对中国固定资产投资的持续快速增长表示担忧，并预测中国经济未来必然要面临产能过剩问题。由此，他提出了在中国开展“新农村运动”的主张。① 其主要观点是：

1. 在生产能力普遍过剩、投资和消费需求不足、市场极度疲软和物价不断下降的新形势下，刺激总需求对启动当前经济增长是十分必要的，这是目前国民经济得以走出困境的关键。

2. 与货币政策相比，财政政策对经济的作用更直接，政府能按自己的意志行事。但是，仅仅依靠财政支出来弥补民间投资和消费不足是难以长久奏效的。1997 年亚洲金融危机以来，中国政府虽然加大了财政对基础建设投资的力度，但这一措施对拉动社会总需求的作用一直很有限。

3. 中国经济能否在较短时期内摆脱当前的困境，取决于经济中是否存在着因结构原因而未实现的社会大需求的存在以及政府政策是否能给这种蓄势待发的大需求创造一种实现需求的充要条件。否则的话，中国经济只能靠各个产业淘汰大批效率较低的企业来达到供给和需求的平衡。这个过程将是痛苦而漫长的，其代价也是昂贵的。

4. 目前，与 20 世纪 30 年代经济大危机中的美国、20 世纪 90 年代的日本相比，中国有一个得天独厚的条件，即中国有一个广袤的农村大市场，这个市场潜力很大，一直远未饱和。因此，一旦农村市场开拓出来，将对中国整个国民经济产生极强的乘数效应。它将成功启动疲弱多年的中国农村经济，并与中国城市经济一起形成一个良性循环。

5. 早在 20 世纪 80 年代末，就有一些人把眼光转向中国农村这一巨大的潜在市场。但是开发农村市场的努力已有好多年了，效果却一直不佳，其原因不在于农民收入太低买不起，而在于与耐用消费商品不配套的基础设施。这就造成农民即便消费得起彩电、冰箱、洗衣机，但由于没有电能、电视信号、自来水等而使上述努力收效甚微。这一基础设施不匹配的问题在经济落后和边远地区尤甚。

6. 为了刺激国内消费需求，使中国能早日走出生产能力普遍过剩所导致的需求不足、市场疲软、物价不断下降的恶性循环之中，政府应该动用财政

① 转引自鲁陵官：“新农村运动到新农村建设”，《中富证券》，2005 年 12 月 22 日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

力量，在全国范围内发动一场以实现农村自来水化、电气化、道路网为核心的新农村运动，加快农村基础设施建设。这篇于1999年倡导“新农村运动”的论文发表六年后，“建设新农村”的观点终于被中央高层接纳，写入了2005年的中央文件。2006年3月确定的“十一五”规划的六大任务中，头一项就是“建设社会主义新农村”。继3月5日温家宝总理在政府工作报告中正式提出建设新农村运动后，财政部于3月6日向人代会所作的预算报告里也紧跟着作出承诺，2006财年拨出的全部“三农”财政支出高达3 397亿元人民币，约占全年财政支出的15%。尽管这些拨款如何分配和使用尚不得而知，但“十一五”规划草案中提出的几项具体建议，还是使新农村运动大致浮现出了一些轮廓：

——改善乡村基础设施，未来五年中央财政支出1 000亿元人民币用于进行乡村公路网建设，并以沼气设施为重点改善乡村人居环境；

——改革农村税费体制和县乡财政体制，强化县一级、弱化乡一级财政职能。2006年起开始停征农业税，免除西部地区农村义务教育学杂费，2007年起取消全国范围内农村义务教育学杂费；

——扩大农村合作医疗，并在2010年前投资200亿元人民币建设乡村卫生室和文化室。

我们不能不佩服林毅夫当年深邃的洞察力。2003年、2004年，中国投资过热形成的产能过剩到了2005年已明显表现出来。据商务部统计，中国38%的消费品是过剩的。2005年下半年，中国社会消费品价格指数和商品零售价格指数双双下滑，有迹象显示，下滑趋势还将继续，并再次露出了通缩端倪。解决这个问题的办法有两个，一是任其发展下去，其结果将有一大批企业因不堪重负导致破产并最终退出市场，使现有产能过剩的局面得到有效的收缩，直至与需求大致相适应，达到一个相对平衡。但是，这种办法将使整个中国经济走向衰退，显然不适合中国国情。第二个办法是创造出大量的新需求，消化过剩的产能。后者做起来工程浩大，但中国巨大而落后的农村市场作为解决这一难题的切入点，却蕴含了得天独厚的巨大发展空间。强化中国农村基础建设，可以创造出上述的新需求，而且是巨大的新需求，困扰中国多年的产能过剩问题将迎刃而解。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



不过，林毅夫的“新农村运动”观点在中共中央文件里变成了“新农村建设”。“运动”改成了“建设”，不仅在称呼上显得更科学，更为重要的是，其内涵和意义变得更宽泛。林毅夫的本意主要是出于经济方面的考虑，通过新农村运动来解决长期困扰中国的产能严重过剩而导致的通货紧缩问题，这也是他的“新农村运动”的观点招致不少反对声音的原因。持反对意见的学者认为，在当前中国城乡收入差距不断拉大的大背景下，把农村作为消化过剩生产能力的工具，在道义上和实际可行性上都存在着一定问题。① 而中国政府“新农村建设”的提法，则体现了加强农村基础建设、发展农村经济、提高农民收入的涵义，不仅具有自动消化中国过剩产能、缓解通缩的经济意义，而且更具有消除中国城乡二元化矛盾、稳定社会的政治意义。这种提法在一定程度上消除了反对者的疑虑。

类似林教授提出的新农村运动在海外是有先例可循的。早在 20 世纪 70 年代初，韩国政府就尝试了“新农村运动”，并且取得了巨大成功。通过“新农村运动”，韩国农村经济获得了大规模发展，城乡差距大为缩小。2004 年，韩国人均国内生产总值（GDP）达到了 14 000 美元，城乡居民收入比率是 1∶0.94。“新农村运动”成为韩国城乡和谐发展的主要原因之一。

韩国的成功经验为中国提供了一个可资学习的借鉴。显然，推进中国新农村建设已成为中国政府工作的重中之重，预示着改变中国农村落后面貌和农民命运的伟大变革已拉开序幕。

作为一个传统的农业大国，中国人从来就不缺乏对农村生活的诗意遐想。从东晋陶渊明《桃花源记》中“土地平旷，屋舍俨然”、“阡陌交通，鸡犬相闻”、“黄发垂髫，怡然自乐”的世外桃源，到民国时期周作人、梁漱溟等人的“新农村运动”概念，千百年来，人们一直为建设一个和谐美好的农村而冥思苦想、不懈奋斗。可惜，他们的愿望只能像流星一样在感叹中倏忽即逝。

1980 年底，中央提出了建设“小康社会”的目标，建设内容自然将新农村包括了进去。到 20 世纪 90 年代，中国各地围绕小康目标掀起了建设小康示范农村、文明生态村、新家园建设村等高潮，展示了中国新农村的美好前景。1999 年，中共十五届三中全会提出要建设“富裕、民主、文明社会主义

① 胡景北：“质疑新农村运动”，《三农问题网》，2006 年 2 月 2 日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

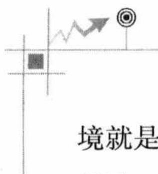
新农村”。2004 年，中国政府在农村工作会议上再次提出“努力建设生产发展、生活富裕、生态良好的社会主义新农村”。2005 年又提出建设“生产发展、生活宽裕、乡风文明、村容整洁、管理民主”的社会主义新农村。至此，政府解决中国农村“三农”问题的完整思路已经形成。到了 2006 年，中国政府工作报告正式提出新农村建设，这是中国高层推动新农村建设，实现中国经济第二次腾飞的一次更具体的政策措施。

农民富则天下富，农村稳则天下稳。尤其是在中国人均国内生产总值达到 1 000 美元以后，能否协调城乡发展，正是检验中国经济能否持续发展的关键。20 世纪 80～90 年代，拉美国家在迈进类似中国的这个阶段后却没能有效地增加农民这一重要人口群体的收入，最后导致区域内贫富差距急剧拉大。而韩国则在工业化中期不失时机地展开了“新农村运动”，从而使农村与城市得到同步发展。拉美和韩国为中国 21 世纪新农村运动提供了不可多得的正反两方面的经验与教训。

目前，中国已由新中国初期的农业国成功转型为一个工业化中期国，人均国内生产总值超过 1 000 美元，城镇化水平达到 40%，农业与非农产业产值比为 15∶85，已完全具备了“以工补农、以城带乡”的能力。为此，胡锦涛主席在十六届四中全会上作了“两个趋向”的判断，即纵观一些工业化国家发展历程，在工业化初始阶段，农业支持工业、为工业提供积累带有普遍性趋向；在工业化达到相当程度以后，工业反哺农业、城市支持农村，实现工业与农业、城市与农村协调发展。这也是许多发达国家和地区带有普遍性的趋向。

“建设社会主义新农村，标志着中国改革开放和现代化建设进入了工业反哺农业、城市支持农村的新阶段。”2006 年，中国政府工作报告中对建设新农村 20 字的表述，涵盖了经济建设、政治建设、文化建设和社会建设等各方面内容，是对中国新农村蓝图未来少有的全景式描绘。按照政府新农村建设要求，新农村到底新在哪里？有识之士认为，主要体现在新设施、新环境、新房舍、新的公共服务体系和新的社会保障系统等方面。所谓新设施，就是改善农村的生活基础设施，这涉及到村内、村外两个方面，包括清洁安全饮水、道路交通、电力、电信、电视、信息网络以及其他农村基础设施建设。新环

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



境就是指生态环境良好、生活环境整洁，尤其是加强村内和农民院内的环境整治。新房舍不仅指房舍的外观，更主要的是居住理念的更新，既要美观又要实用，还要节约资源。新的公共服务体系，最突出的是基础教育和职业培训体系，其次还包括农村科技推广体系、医疗卫生体系及其他各项文化事业等。新的社会保障系统是指要建立全国统一体系的农村养老保障制度和最低收入保障制度。可以预见，新农村建设将使有着 9 亿农村人口的中国广大农村，无论在设施、环境、房舍，还是在公共服务体系、社会保障系统方面都将出现一个崭新的气象。作为中国社会主要形态之一的乡村，也将像中国城市一样享有公共财政带来的一切福祉，享受普遍的国民待遇，城乡二元分治的篱笆将被彻底拆除。在这里，人们可以实现“大同社会”的梦想，可以处处感觉到现代文明的气息。21 世纪的中国乡村面貌必将在新一代中国人手中得到彻底改观。

农村消费市场的启动，成为中国经济可持续增长的根本出路。温家宝总理在政府工作报告中强调，将“支持城市流通企业经营网络向农村延伸，为农民增加消费提供便利”。商务部启动“万村千乡”和“双百市场”工程，改造传统“农家店”，财政支农力度前所未有。所有这一切都将为中国零售商业企业开辟农村市场创造一个崭新的机遇。

1. 农民收入不断增加，购买力逐渐增强。中国政府近些年来采取了一系列惠农政策后，农民收入状况明显改善。2005 年农村居民人均纯收入 3 255 元人民币，扣除价格上涨因素，比上年实际增长 6.2%。农村居民家庭恩格尔系数 45.5%，比上年下降 1.7 个百分点，降幅快于城镇家庭。城乡市场增长幅度的差距，由 2004 年的 4 个百分点缩小到 2.1 个百分点。农民收入持续增加，支撑着不断扩大的农村消费。另外，“十一五”规划纲要中提出，今后五年要实现城镇居民人均可支配收入和农村居民人均可支配收入各增长 5%的目标，这意味着在不考虑通货膨胀的基础上，到 2010 年农村居民纯收入将从现在的 3 250 元人民币增加到 4 150 元人民币。我们预测，在“十一五”后期，经济结构调整应能够达到一个新的水平，中国农民纯收入的增长，预计会超过 5%。

2. 引导中国农村消费需求的空间巨大。根据人口统计资料，2005 年，中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国农村人口占人口总数的57%，但农村社会消费品零售总额占社会消费品零售总额的比重仅为32.9%。对于统计资料的进一步分析表明，从消费数量、质量和结构来看，农村居民的消费水平至少比城市居民落后10年；欠发达地区的农民收入水平也至少比发达地区农民落后15年。2004年，农村社会消费品零售总额的增速低于城市零售总额的增长。而2005年出现的明显转机表明，农村消费方兴未艾，增长空间很大。商务部对全国1万户农民的抽样调查显示，想要购买冰箱、计算机、洗衣机、摩托车、空调机、手机的农民比例都在20%以上。农村人口每增加1元的消费支出，将拉动2元的消费需求；农村家电普及率每提高一个百分点，就可以增加238万台（件）消费需求。

3. “十一五”期间政府支农力度空前。2006年的中央财政预算安排用于“三农”支出将达3 397亿元人民币，比2005年实际执行数增加了422亿元人民币，增长14.2%。按照温家宝总理在2006年政府工作报告中的讲话精神，2006年以及今后很长一段时期，政府对农村的支持还将继续加大：

第一，财政性建设资金向农村倾斜。中央财政预算支出的安排大幅倾向于农村，政府提出，调整国家建设资金的投向和结构，更多地向支持农村建设转变。国债和预算内建设资金用于农村建设的比重要高于上年，其中直接用于改善农村生产生活条件的资金总量也要高于上年。各类金融机构也要调整信贷投放结构，切实改善金融服务，加强对“三农”的支持力度。

第二，加大市级财政性建设资金对郊区和所属县乡的投入，加大公共基础设施向农村的延伸，同时组织城市有关单位和企业帮扶农村，增强城市对农村的辐射和带动作用，形成城乡协调发展、共同繁荣的局面。

第三，政府财政将通过直接补助资金、补助原材料或“以奖代补”等方式给予鼓励，引导农民对直接受益的公共设施建设投工投劳。要加快建立全社会参与的激励机制，鼓励各种社会力量参与农村基础设施建设。

第四，从2006年起，用两年时间在全国范围内实现农村义务教育阶段学生全部免除学杂费，并继续对贫困家庭学生免费提供课本和补助寄宿生生活费。另外，还将加大对新型农村合作医疗制度试点工作的推进力度，较大幅度地提高中央和地方财政对参加合作医疗农民的补助标准，扩大合作医疗试点县范围，争取到2008年在全国农村基本普及合作医疗制度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



上述政策对改善农村消费设施建设和为农民减负增收，稳定消费预期，促进农村消费将起到积极的推动作用。

4. 建设“万村千乡”和“双百市场”工程。温家宝总理在政府工作报告中强调，将“支持城市流通企业经营网络向农村延伸，为农民增加消费提供便利”。2005年由商务部牵头协调的“万村千乡”工程启动，引导、鼓励大中型流通企业以连锁和超市形式到农村投资建立、改造“农家店”，同时支持各类中小企业通过自愿连锁，以统一采购、统一建立销售网络的方式建设“农家店”。据商务部统计，“万村千乡”工程实施一年来，全国已有1 150家流通企业在777个县市进行试点，新建和改造农家店7.1万个，吸纳富余劳动力35万人，带动地方和企业投资约70亿元人民币，使近1亿农民直接受益。

2005年财政部会同商务部出台了资金支持政策，明确对试点企业配送中心贷款予以贴息扶持，中西部地区贴息率不超过3%，东部地区贴息率不超过2%；对在乡村新建和改造的农家店予以直接补助，每个乡级店补助2 000元人民币，每个村级店补助3 000元人民币，中西部地区每个农家店分别增加800元人民币。

2006年，政府将继续加快推进“万村千乡市场工程”，要力争在年内建成10万家标准化农家店，使东部地区试点县市比例由30%提高到70%，中西部地区由20%提高到60%。具备条件的地方采取“整县推进”的方式。到“十一五”期末，标准化农家店覆盖65%以上行政村和85%以上乡镇。国家将继续加强资金扶持力度，提高补贴额，分别给予乡镇级别、村级别店补贴3 000元人民币和4 000元人民币，对中部和西部地区再增加1 000元人民币补贴。同时适当提高配送中心贷款贴息率，并向中西部地区倾斜。

另外，商务部决定从2006年起在全国实施“双百市场工程”，即在全国范围内，选择100家农产品批发市场，重点加强物流配送、市场信息、检验检测、交易大厅、仓储及活禽交易屠宰区等基础设施项目建设；选择100家大型农产品流通企业，重点推动农产品流通标准化和规模化，提高品质优良的农产品的市场营销水平，组织开展农商对接，探索和推广贸工农一体化、内外贸相结合的经营模式。从2006年起，力争用三年时间，通过中央和地方共同推动以及重点市场、重点企业示范带动的作用，完成全国一半左右（约

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2 000家）农产品批发市场的升级改造工作，使农产品流通成本明显降低，流通环节损耗大幅减少；全国约 300 家大型农产品流通企业经超市销售农产品的比例达到 30%以上，使更多优质农产品进入跨国公司的国际营销网络。目前，商务部第一批 48 家重点联系市场名单已经确定。

“万村千乡”工程和“双百市场”工程，将为零售商业企业开辟农村市场创造新机。中国加入世界贸易组织后，逐步取消了外资零售业进入国内市场及在股权、数量和地域等方面的限制，使本土商业零售企业面临巨大的挑战。实施“万村千乡”工程，可以推动有实力的商贸流通企业抢占农村市场，挖掘农村的消费潜力，在服务农村的同时不断发展壮大自己。

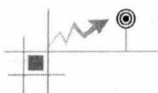
总之，业已拉开宏大帷幕的中国“新农村运动”是否能达到预期目标，是否能真正拉动未来中国经济持续高速增长，还有很长的路要走。这需要在制度、操作形式和推进思路等方面不断创新、与时俱进。

新消费群的崛起

2006 年春节期间，家住太原的高先生和北京、杭州的亲朋一行 7 人，在海南度过了一个温暖、惬意的春节。虽然 3 万余元人民币的消费不菲，但这个“家庭旅行团”成员们仍连称“过瘾!”据全国假日办统计，像高先生这样以休闲旅游方式度过春节的人，2006 年已多达 6 329 万人次，旅游消费总额 290 亿元人民币，同比增长 12.4%。

一些宏观经济专家断言，旅游、住、行消费的迅速增长，意味着中国消费结构升级开始进入“剧变期”，消费对中国国内生产总值增长的贡献率将不断上升，经济增长模式也将由此转型。经济学家们认为，消费在经历了数年低位徘徊之后已进入了一个新的增长周期，其动力源于居民消费结构的升级，而消费结构升级则依赖于中国中等收入阶层的产生和崛起。经验表明，少数富人阶层消费倾向于购买进口高档商品，大多数低收入阶层消费主要用于购买满足生活必需的中低端商品，而迅速增长的中产阶层消费则用于购买本国生产的高端商品，从而推动消费结构和产业结构的升级。尽管人均国内生产总值超过 1 000 美元被认为是消费升级的起跑线，但在中国，消费升级恰恰是在人均国内生产总值逾 3 000 美元、中等收入阶层“扎堆儿”的沪、京、粤、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



浙等沿海发达省份和地区率先展开的。

知名投资银行法国巴黎百富勤表示，中国即将步入历史上第三个消费高峰。2007 年，中国的投资增长将会有所放缓，而消费增长则将保持高速，因此从 2007 年起，中国经济增长模式有望从投资拉动型转变为消费拉动型。① 无独有偶，德意志银行亦发表了类似观点，称服务业及高端消费品产业将成为未来五年推动中国经济增长的主要动力。

两家投资银行均对中国的消费市场表现了极为乐观的态度。法国巴黎百富勤中国证券研究部主管欧文预测，在第三个消费高峰中，将会满足人们对质量、品牌、时尚、食品安全卫生的需求，并进一步满足人们对住房和汽车的需求。欧文预测，到 2015 年，中国将出现消费爆发性增长。支持欧文对于中国消费持乐观态度的原因有二：一是中国不断壮大的中产阶级队伍，二是 20 世纪 70 年代末出生的独生子女已经成长为消费主力军。巴黎百富勤中国消费品高级分析员马磊表示，这些独生子女的消费习惯已经大大不同于他们的父辈们，他们追求消费而非积蓄。他预计，中国居高不下的储蓄率将会逐年降低。

德意志银行大中华区首席经济学家马骏亦对中国消费市场持乐观态度。他表示，中国政府刺激消费的多项政策（包括改革个人所得税制度、取消农业税、实行基础教育免费制、提高最低工资标准、增加公务员工资等），应该会有助于使未来几年零售增长率维持在 12%左右。此外，受惠于收入分配状况的改善和人民群众整体消费倾向的高涨，预计再过三到四年的时间，私人消费占国内生产总值的比率会从当前的 25%增长至 45%。

同时，两家投资银行都不约而同地极为看好高端消费品产业。马骏表示，在消费品行业的调查中发现，大多数市场份额都将由该行业的前三大品牌分享，而新兴的消费群体对品牌的追求更高，这将使那些具备优势的品牌在中国市场获得更好的发展。马骏预测，高端消费品产业在今后几年里会成为拉动中国经济增长的新动力，他表示，电信、银行、保险、医疗、旅游、网上娱乐等服务业及高端消费品产业的股票将会有突出的表现。

美国咨询机构麦肯锡公司（McKinsey & Co.）表示了另类关注，他们建

① “巴黎百富勤公司测算：中国中产家庭户均财产 31 万元”，《杭州日报》，2004 年 7 月 5 日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

议外国企业在中国应该放低眼界，否则他们将有可能失去巨大商机。如今中国的蓝领工人随着收入提高将成长为中国最大一支消费力量，但这一消费力量目前却被大多数跨国企业所忽视。麦肯锡研究报告的这一论断对外国在华企业的一些基本设想提出了挑战。争夺低收入消费群体的外国在华企业相对较少，许多外国企业仍然将焦点集中在居住于沿海城市的最富裕的消费群体上。但在中低端消费市场上做得最成功的范例要数宝洁公司，他们专门为中国的中低端消费市场设计和生产产品。麦肯锡认为，现在再也不应该忽视中国低收入人口群体这一庞大市场了。

据麦肯锡预计，从农村涌入城市的农民工这个群体到 2011 年将增至 2.9 亿人，大约相当于当今美国的总人口。随着这些人收入的提高，他们亦将成长为庞大的中产阶级消费者，其人数到 2025 年将达到约 5.2 亿，相当于那时中国城市人口的一半以上。[①] 中国的中产阶级定义是什么？我们认为，是指人均年收入 2.5～3 万元人民币、家庭年收入 7.5～10 万元人民币，受过高等教育，参与企业决策和管理，从事脑力劳动的专业技术人员及白领群体。符合上述标准的人数占中国总人口的比例约为 13.5%。据该公司测算，2005 年中国达到中等收入阶层标准的家庭为 7 000 万个，家庭平均年收入为 7.5 万元人民币，家庭平均拥有 31 万元人民币资产。到 2010 年，以上数字均将翻一番，即达到标准的家庭总数为 1.4 亿个，户均收入 15 万元人民币，户均拥有资产高达 62 万元人民币！

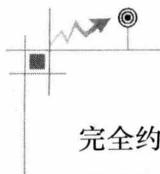
巴黎百富勤总经济师陈兴动表示，随着中等收入阶层崛起，中国消费率（消费占国内生产总值的比率）将不断上升，从 2005 年的 62%上升到 2010 年的 68%，并于 2020 年达到 71%，接近发达国家水平。他还给出了一个等式：1 亿中产阶级家庭＝潜力巨大的消费市场。摩根士丹利（Morgan Stanley）更乐观地估计，到 2010 年，这一阶层的人数将增加到近 5 亿人口。[②]

我们认为，中产阶层人群具有以下经济特征：(1) 教育背景通常极佳；(2) 有基本的经济基础和创业知识；(3) 比较富有，愿意在相对约束但不是

① “美国著名咨询公司预测：中国五分之一的人将在五年后成为中产阶级”，《华尔街日报》（中文网络版），2006 年 4 月 14 日。

② 引自比尔·鲍威尔：“中国向前迈出的一大步”，《财富》（中文版），2001 年 12 月 8 日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



完全约束的环境下发展；（4）在经济发展中具有示范效应，往往可以带动贫穷阶层的就业；（5）非常易于形成专家、职业群体；（6）有部分固定资产。毫无疑问，那些知识含量高、市场潜力大的行业是产生中产阶层的最好土壤。演艺界人士、律师、医生等一些具有特别技能的人士以及优秀的白领人才和具备专业技能的蓝领工人，都将成为未来中产阶层的重要组成部分。

具体来讲，对于未来中国中产阶层人群的构成，一些关注中国中产阶层形成的社会经济学家有过非常明确的表述。他们认为，有 5 类人将成为中国新兴的中产阶级的代表，他们是：科技企业家、金融行业中的中高层管理人员、各类专业人员尤其是中介机构的专业人员、国外驻华企业的中方管理人员、个体私营企业家中的一部分。可以说，随着中国社会经济的规范发展，在北京、上海、广州、深圳等经济发展较快的大城市，中产阶层将成为不可忽视的一个社会主流群体，同时中产阶层的崛起，也将构成整个社会的最大财富来源。

中国著名经济学家萧灼基对此也有过评述：21 世纪的前几十年是中国中产阶级形成和快速增加的阶段，这一阶层的出现将对中国经济的持续、稳定发展具有重要作用。可以说，“中产”现已成为继“温饱”、“小康”之后又一衡量人民生活水平的经济标准，也是 21 世纪中国经济发展战略“新三步走”的追求目标。[①] 中产阶层收入稳定，薪金丰厚，可以说是社会的支柱性消费群体。那么，中产阶层的收入水平又如何界定？在上述 5 类人中，中介机构专业人员的薪金收入相对固定，而其他 4 类人的收入水平一般来讲都会不同程度地高于这一群体。因此，中介咨询机构的专业人员，也就是诸如证券分析师、注册资产评估师、注册会计师以及律师等具有专业资格的人士，他们的收入水平基本上可以视作中产阶层的平均收入线，具体来讲，这一收入水平为年薪 10 万元人民币。

对于这样一个高收入的消费群体，他们的消费取向与普通人当然会有所不同。调查表明，买房、购车、自费旅游是当今中国中产阶层的三大消费热点。在深圳和上海等地，绝大多数中产阶层都有自己购置的住房，特别是在深圳更是如此。统计数字显示，已有 7 成深圳家庭拥有自己的房产，即使是

① 引自：“中国开始谈论中产阶级”，《世界政经论坛》，2002 年 1 月 18 日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在全国房价最高的上海和北京，中产阶层者购房热度依然不减。2003 年以来，京、沪中高档商品房持续热销的态势明白无误地说明了这一点。在购房费用方面，有些中产阶层选择了一次性付款，而大多数人则首选消费信贷。由于中产阶层还贷能力和信用等级均高于一般人的水平，因而备受贷款银行青睐。目前，已拥有一套房产的中产阶层人士中，希望拥有或已着手购置第二处住所的大有人在，把购房作为投资取向的人也占很大比重。

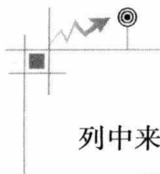
除了房产，购车和旅游消闲也是中国中产阶层的消费热点。目前，在衣食方面，中国城市居民的消费水平已丝毫不逊色于西方发达国家的消费者，只是在住、行等方面还相对落后。与此同时，在休闲消费上，中国中产阶层也正在向国际水平看齐。由于工作原因，许多中产阶层人士工作紧张，空闲机会极少，因而对休闲度假更加看重。无论是在国内外的黄金旅游线路上、城市独具情调的餐饮场所中，还是在娱乐健身设施集中的地方，都留下了他们的身影。

总体来讲，中产阶层善于构思和接触“高尚文化”，喜欢参加各种社会组织，有着高度的公德心，喜爱家居布置，衣着引领时尚，消费讲求品位，是中国名副其实的消费支柱群体，他们的存在对于整体提升中国消费能力、拉动内需可谓“功不可没”。

但至今，中国中产阶层还没有形成一个实力群体，这正说明中国中产阶层消费的巨大潜力。根据国家统计局 2005 年调查结果，中国城镇居民年人均可支配收入 5 854 元人民币，年人均可支配收入最高的城市是深圳，为20 548 元人民币，年人均可支配收入最高的省区市是上海，为 10 932 元人民币，可以说，绝大多数人的生活水平离中产的标准还差得很远。但不容否认，中国中产阶层的人口比例在经济发达地区正在迅速增加，特别是 20 世纪 70 年代以后出生的接受过良好教育的一代，正不断地加入到这个阶层中来。他们是 20 岁至 40 岁左右的年轻人，着眼未来、创造财富；他们投身商务、金融、IT、传媒和演艺事业；他们中有学者、专家、律师、医生、职业经理人等。

从发展趋势看，中国国家公务员的待遇不断提高，虽然谈不上高薪养廉，起码也给出了一个大致方向：公务员政治地位将下降，经济地位则会提高。于是，一部分有专长的年轻公务员有望加入到中国迅速增加的中产阶层的行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



列中来。

另外，学者的经济地位也在提高，他们也有望成为中产阶层的重要成员。还有一部分人，他们凭借自己的技术，通过参股形式成为公司股东。这部分人可以把他们称之为“金领”。显然他们不是资本家，但却是“知本家”。他们的存在始终是未来中国社会发展的动力。随着科教兴国战略的进一步落实，未来这部分人的数量将十分庞大。发达国家的发展历程告诉我们，随着全民教育的普及，这个引领中国消费走向、主导社会文化的中产阶层正在形成。

目前，中国社会还处在转型期过程中，行业垄断、部门垄断以及权力市场化等与市场经济原则相背离的“非常”现象在一定时期内还不可能一下子淡出历史舞台。但是，随着合理的不同社会阶层结构的逐步建立，制度性樊篱将被拆除，社会流动日益开放，低层向上流动的梗阻现象将随之消失。机会均等、公平竞争和能力主义原则，将有望成为中国社会的主要评价标准。值得一提的是，中国政府的“新农村运动”，将使广大的农业劳动人口向上流动到产业工人阶层或商业服务从业人员阶层，最后剩下的农业劳动者也将逐步成为真正独立的现代农业经营者，从而有可能上升到社会的“中间阶层”。

有人说，再过一二十年，在中国大都市，中产阶层将成为社会主流，这是不无道理的。随着21世纪中国经济发展战略进程向纵深推进，人们越来越有理由期望中国中产阶层的快速崛起。因为这不仅预示着一个富裕时代的开始，而且一个稳健有力的中产阶层的出现将推动中国经济在21世纪走向更加繁荣和理性。也许到那时，今天我们眼中的中产阶层已成为平均水平的代名词。回顾历史，不难发现中国中产阶层的形成和崛起正是21世纪前半叶中国经济发展战略实施中最为壮观而靓丽的得意之作。

根据中国科学院可持续发展战略研究组首席科学家牛文元预测，再有30年左右时间，即到2035年前后，中国将形成一个有一定规模且比较稳定的社会中产阶层，这将为中国在21世纪中叶达到世界中等发达国家水平、基本实现现代化奠定坚实基础。① 国家发改委发展规划司官员表示，消费结构升级只有与产业结构升级形成良性循环才能成为经济成长的结构性推动力，而以城镇中上等收入居民家庭消费结构升级为启动点是最佳选择。今后几十年，中

① 引自朱敏：“演绎中国：中产预备军成长报告”，博客网，2006年4月29日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

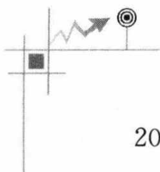
国消费结构升级与经济扩张将形成新的良性循环，表现为如下过程：城镇居民消费结构升级→带动房地产业、汽车制造业等一批相关产业增长→提高经济活动的总量水平→促进农民向非农产业转移和乡村城市化→农民收入提高并在较低档次上形成消费需求→为加工业、原材料工业和建筑业提供市场→国民经济进入扩张期。这样的良性循环过程自 2002 年以来已经越来越清晰地呈现在我们面前。数据表明，在 2005 年，汽车、住宅、通信器材三类商品对北京消费品零售额的贡献率为 54.5%，特别是汽车的贡献率高达 42.5%。与此同时，农村市场消费也逐渐走出低迷状态，并快速成长，2005 年零售额增长率达到了 19%，已高于城镇 2.9 个百分点！

新发展增长极

法国发展经济学家佩鲁是世界上最早提出“增长极”理论的人，他认为，在区域经济发展中存在一个“增长极”。它在经济增长和发展中具有举足轻重的作用，形成了一个强大的磁场，具有技术创新与扩散优势，可以将资金、技术、劳动等经济资源向自身集中，从而成为生产中心、交通中心、服务中心、物流中心、信息中心、金融中心和创新中心，这就是所谓吸附效应。这一效应强化了区域资源的优化配置和分工合作，提高了劳动生产率和经济效益，使创新速度得以加快，经济增长效果也更加明显。“增长极”发展到一定程度，就会产生“涡流效应”，集聚包括技术创新、制度创新在内的各种创新活动和资金以及促使劳动力向周围地区扩散和输出，带动非“增长极”地区共同发展。“增长极”实际上扮演着区域经济发动机的作用。[①] 中国要促进区域经济发展，就必须打造像佩鲁提出的“增长极”，上海、北京毫无疑问可以扮演类似的角色。现在，北京、上海正借着成功申奥（奥运会）、申博（世界博览会）机遇，在今后的五六年内，将有数千亿元资金投向北京、上海，信息流、技术流、人才流也将进一步在那里集中。这无疑将更强化这两个在南北地方本来就已很强势的区域经济的龙头地位，并极有可能在中国城市竞争中拔得头筹，成为全国经济的“增长极”。

① 王新文：“世界城市化发展理论概述”《中国城市化》（电子版），2003 年 1 月号。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



2008 年北京奥运会和 2010 年上海世博会究竟会给中国带来什么？奥运会和世博会这两大“超级引擎”俨然形成南北呼应之势，必将对 21 世纪初期中国经济和社会生活产生深远影响。有关数据表明，奥运会将带动直接投资 16 亿美元，世博会将带动直接投资 30 亿美元，由后者带动的其他相关产业的投资要比前者高 5 至 10 倍。而分别以北京、上海为核心城市的环渤海京津唐、长（江）三角地区，将是最为直接的受益者。正如国务院发展研究中心区域经济发展部副部长侯永志所言，奥运会和世博会分别在京津唐和长三角地区的核心城市举行，无疑将使两个“龙头”摇摆得更有力，对区域经济的带动作用更明显。① “奥运课题组”专家、北京社会主义学院副院长陈剑说，相比长（江）三角（洲）、珠（江）三角（洲），京津唐的市场要素发挥尚不充分。奥运会的 5 个场馆在“京外”，其中包括青岛的帆船项目，天津、沈阳、秦皇岛等地的足球项目。此外，河北有钢铁、建材、陶瓷等传统产业优势，天津则以化工和海洋运输见长，这是推动周边区域合作的巨大契机。据悉，河北一些县市已主动接轨北京，开发“奥运经济”项目 30 多个，包括为“绿色北京”提供风景树种苗、草坪花卉等。京津间高速不过一小时车程，天津机场完全可为北京分流国际、国内客流。而北京海上运输能力不足，也可由天津港、唐山港等海港统筹安排，以大大提高京津唐地区的国际运输能力。此外，北京奥运所创造的商机还包括房地产、观光、旅游、运输、信息科技、食品、广告、体育用品等领域的广大消费市场，不下千亿元人民币的商机令人垂涎。

据预测，作为一项巨大产业，北京奥运物流需求就将高达 432 亿元人民币。由于 2008 年北京奥运会的规模将超过雅典，从最初奥运场馆建设到最终奥运会结束，都需要庞大的物流体系来支撑。比赛前后所需的器材、体育用品的运送、储存、包装、信息处理，乃至众多人员的来往、出行、旅游以及消费品的配送等，都要靠强大的物流体系来保障，② “奥运经济报告”分析，北京物流业将在奥运会的促进下以每年 30%速度快速增长。与 400 多亿元人民币奥运物流产业相对应的将是 200 亿元人民币的奥运租赁市场。按照租赁

---

① “奥运世博成引擎　专家称其带动中国发展再次提速”，中国新闻网，2002 年 12 月 9 日。

② “北京发布奥运经济报告”，人民网，2006 年 6 月 2 日。以下有关“奥运经济报告”的内容都来自同一出处。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行业平均利润率3%测算，参与其中的租赁企业将有望分得6亿元人民币左右的利润。据租赁业专家沙泉分析，从国际历届奥运会经验看，相关奥运的设备都可以通过租赁方式来解决。2001年世界大学生运动会所用的桌椅板凳、大运会餐厅里供1万人使用的餐桌椅、餐具等场馆设施，大多数都是租来的。如果购买费用在150万元人民币左右，而15天的租赁费则只需20万元人民币。但目前中国物流企业和租赁企业的整体水平还不高，在与国际知名企业竞争中明显处于下风。眼下拥有先进的物流设施设备、丰富的物流运作经验和国际网络支持的国外物流与租赁企业已开始渗入中国市场。显然，北京奥运物流既具有难得的发展机遇，也面临严峻的挑战。

"奥运经济报告"认为，中国物流行业专业人才奇缺是制约北京及全国奥运物流发展的关键。资料显示，目前中国物流业专业人才匮乏已被列入全国12类紧缺人才中，其缺口达60余万人，仅北京就缺口20万人。物流专家建议，物流企业参与奥运物流，应借鉴历届奥运会物流供货商的经验，对企业物流服务水平进行ISO 9000、ISO 14000等认证。同时，加大奥运物流管理和实际操作人才的培训力度，为参与奥运物流服务成立专门的服务中心，采取奥运货物优先办理等措施。"奥运经济报告"分析，北京奥运会场馆建设资金共需要约310亿元人民币。如果引入租赁机制，将场馆的建设与北京的房地产开发结合起来，在政府的规划指导下，要求一些房地产项目建设符合奥运会标准的比赛训练场馆，在奥运会期间由政府租用，之后则为居民提供健身场所。这样既可降低奥运场馆建设的投资额，又为场馆日后的使用开辟了一条出路。对于较小的与奥运经济相关的项目，例如奥运会举办过程中为运动员提供的大量服务设施，采用租赁方式来解决，则能够更有效地降低举办奥运会的运营成本，将有限的资金发挥更大的作用。

但无论是奥运会还是世博会，其辐射效应远不止京津唐或长三角地区。上海社会科学院王泠一博士说，例如山西大同，虽不属于京津唐地区，但它与北京车程仅4小时左右。正面临煤矿资源枯竭的大同，有望在"奥运战略"后找到它新的经济增长点，成为北京附近的旅游胜地。另外，能够受"奥运战略"之惠的地区还有一大片，例如，内蒙古的"草原经济"等。① 同样，以

① "奥运、世博带动区域辐射全国"，滨海新区网，2004年8月27日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



上海为核心的长江三角洲城市群是中国经济最活跃的地区，它以约1%土地和6%人口创造了占全国20%的国内生产总值。上海是长三角之首，2010年世博会在上海举办，必将产生显著的周边联动经济效应。同时，对于长三角的经济起飞，大大加强该地区对全球国际资本的吸引力，必将起到积极的作用。据估算，上海世博会会期长达半年，将至少吸引5 000多万人次的海内外观众，甚至有可能超过世博会历史上参观者最多的一届，即1970年日本大阪世博会的6 400万人次，而达到7 000多万参观人次。这7 000多万人次中，保守估算也将有35%的人次可能在上海周边地区作延伸旅游。这意味着上海周边100千米左右，以苏州、周庄为代表的江南水乡，150千米～200千米的无锡、杭州，300千米左右的南京、扬州、镇江以至中国最为富庶的整个华东六省一市，都将成为上海世博会的重要客源地，同时受到上海世博会的直接辐射和带动。上海世博会带来的旅游人流，将把长三角经济串连起来，在此基础上通过一系列的局部多赢合作，推动长江三角洲从浅层合作进入深度合作，加速长三角经济一体化和大上海都市圈的形成。

除了带动长三角互动外，上海世博会效应还将溯长江而上，激荡整个长江流域，使上海参与开发西部的力度增强。值得强调的是，2010年上海世博会是在中国自己的地盘上举行。王泠一说，“如果是在韩国丽水或俄罗斯莫斯科举行，中国企业若要参展，韩币、卢布的兑换、语言的障碍、出国的高成本等问题，都会让实力尚弱的中国企业望而却步。可以预言，在2010年世博会上，中国企业的身影一定会远多于以往任何一届世博会，这其中也包括西部地区的众多企业！”①

由此可见，无论是北京奥运会还是上海世博会，其产生的经济效益都将是全国性的。北京在争得2008年奥运会主办权后，各方人士纷纷推出奥运经济预测：中国经济将因此每年提速0.3～0.5个百分点，其对中国国内生产总值的累计贡献将达到1.4至1.6万亿元人民币。有关经济专家还预测，被称为“经济领域的奥林匹克”的上海世博会，给中国带来的经济效益将会大于北京奥运会，这种作用还将在2010年上海世博会后惯性地持续下去。从某种意义上说，北京奥运会和上海世博会都是一个“舞台”，“舞台”搭建后，许

① “奥运、世博带动区域辐射全国”，滨海新区网，2004年8月27日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多相对固定的经贸关系也就形成了。有数据显示，自从中国申奥和申博成功后，不少早年已介入中国市场的跨国公司，已从原先的观望情绪中解脱出来，进一步在中国大幅增资，并更加坚定跨国公司“以中国为家”的信心。

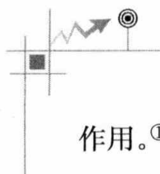
奥运火炬已燃烧百年，尽管百年来亚洲只举办过两届奥运会，它们分别是1964年东京奥运会和1988年汉城奥运会，但这两届奥运盛会造就了两个经济强国，韩国还由此跻身于亚洲“四小龙”之列。世博会对举办地的社会、经济、文化的发展也同样具有不可低估的影响力。自英国举办首届世博会以来，国际大都市一直热衷于举办世博会。法国巴黎举办了6次，美国纽约等城市则举办了10次。1970年日本大阪世博会后形成了日本关西经济带，并促成了该地区长达10年的经济迅猛发展。1889年为纪念法国大革命100周年而举办的巴黎世博会，参会人数空前，并为这次世博会建造了一座主题塔——埃菲尔铁塔，从此埃菲尔铁塔就成为巴黎的“摇钱树”。埃菲尔铁塔至今还是法国和巴黎的象征，让法国相关行业受益无穷。

而今，奥运会、世界杯和世博会，已成为全球公认的加速一国经济发展的三大“超级引擎”，而在未来几年中国已“独揽”了这其中的两大引擎。

新主导产业群

美国经济学家罗斯托认为，整个经济增长在一定意义上是由某些主导部门的迅速增长带动的。罗斯托列出了与各经济成长阶段相对应的“主导部门综合体系”：经济起飞前夕，主要是食品、饮料、烟草、水泥、砖瓦等部门的启动；起飞阶段，主要是非耐用消费品生产综合体系的形成，如纺织工业；到了经济成长的成熟阶段，重型工业和制造业成为一国的综合体系，如钢铁、煤炭、电力、通用机械、化肥等部门；再向上则到高档消费阶段，这是汽车工业综合体系时代；最后到追求生活质量阶段，包括服务业、城市建筑等部门为主导的综合体系。这些不同阶段的主导部门率先进行技术创新和制度创新，其增长率较整个经济增长率高出许多，对其他部门有广泛的带动作用。主导部门对经济增长主要有三种影响：（1）回顾影响，指主导部门对那些向自己提供生产数据的部门影响；（2）旁侧影响，指主导部门对地区的影响；（3）前瞻影响，指主导部门对新工业、新技术、新原料、新能源出现的诱导

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



作用。①

中国的基础设施和基础产业以及加工工业，在改革开放的20多年间发展迅速，进步很大，从20世纪90年代中期开始，两者之间的失衡状态开始明显得到改善，主导产业的选择和发展对中国工业部门结构的合理调整逐步显示出指导性意义。但是，近些年来，中国国内对选择哪类产业作为主导产业众说纷纭，一直难以达成共识。人们曾经列举出的主导产业有：以机械工业为主，包括钢铁、能源、交通在内的主导产业群；劳动密集型产业，以服务业为代表；高新技术产业，以信息技术为核心；汽车工业和住宅建筑业；家电工业等。我们认为，中国未来二三十年工业发展的主导产业群的选择，首先应取决于城乡经济结构一系列的深刻变化，从中国目前人均收入水平、特别是城市需求结构变动以及可达到的生产技术水准看，汽车工业、住宅建筑业、家电工业将成为中国21世纪前二三十年的主导产业。由高新技术产业，特别是网络信息产业对于工业的拉动作用将逐渐增强，并在21世纪前期上升为中国最重要的主导产业。

1. 住宅建筑业是未来几十年中国一个最为至关重要的产业主导部门和经济增长点。从20世纪90年代开始，城乡居民居住条件改善便进入了一个快速的发展时期。2005年与1978年相比，城市人均居住面积由3.6平方米上升至8.6平方米，农村由8.1平方米上升至21.2平方米。但城市居住紧张的情况并未有大的缓解，仍有相当数量的缺房户和无房户。按21世纪初城镇居民人均住房面积20平方米这个对于目前的发达国家来说并不算高的标准来衡量，从现在起中国需新建住宅上千亿平方米。因此，中国城乡住宅业发展所引发的需求量将是极为可观的。

推动住宅业发展的另一个因素是住宅质量的提高。除了建筑材料的更新和建筑设计的改进外，室内装潢将更趋复杂化和高档化。据估算，室内装修费用一般占住宅总造价的30%以上，并且这个比重将随着人们富裕程度的提高以及对生活高品位的追求而不断上升。

住宅建筑业是产业关联度最为广泛的产业，其发展将带来众多相关产业的连锁发展。据统计，建筑工程每年消耗钢材约占钢材总消费量的25%，木

① （美）W. W. 罗斯托：《从起飞进入持续增长的经济学》，成都：四川人民出版社，2000年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

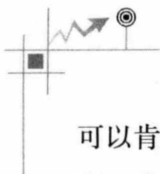
材消费的40%，水泥消费的70%，涉及建筑材料的品种有1 800多个，包括建材、冶金、化工、石油、机械、电子、轻工、仪表等十几个行业，各种建筑材料的总消耗量每年都是各产业部门物资消耗量最多的一项。另外，建筑业基本上属于劳动密集型行业，生产领域广阔，可以吸纳较多的就业人员，对于像中国这样一个人口众多、劳动力过剩的大国来说，发展建筑行业是将农村剩余劳动力从土地上转移出来的一条重要出路。

2000年～2005年，中国年平均住房建设投资额为4 000亿元人民币左右，占居民消费支出尚不足5%，可见其发展潜力之巨。住房市场发展还将带动诸如钢铁、建材、水泥、木材、化工、家电等许多相关产业的发展。目前，中国房地产业在经历了20世纪90年代中后期至21世纪最初两年痛苦的调整期后，全国房地产指数出现了大幅飙升。随着政府对房地产业各项改革措施的陆续到位，中国在21世纪初已迎来真正意义上的房地产业发展高潮。虽然一段时期内会受宏观经济调控和房产新规的约束，但未来五年中国住宅建设每年仍将以15%的增长速度发展，到2010年，中国城市化水平将由现在的36%上升到40%左右，这将大大推动城镇新住宅的建设和危旧房屋的大规模改造，从而促进中国房地产业超常规的发展。此外，城镇居民近14万亿元的人民币储蓄，也将为房地产市场发展提供非常重要的资金依托。这一庞大的民间储蓄除一部分地流向股市和保险业外，更大部分将被房地产所吸纳。因此可以坚定地相信，21世纪头一二十年间，房地产将成为推动中国经济发展的最靓丽的增长点。

2. 按人均卡路里摄入、人均纺织品占有量、人均住房面积、人均轿车保有量这几个指标衡量，中国与世界平均水平相差最大的是人均轿车保有量。随着中国加入世界贸易组织和汽车关税率逐年大幅度下降，轿车已昂首阔步地进入中国城镇中等收入家庭。随着中国新农村运动向纵深发展，在今后二三十年内农村的轿车需求量将不断扩大，轿车进入多数农民家庭是可期的。到那时，中国将拥有世界上最庞大的轿车市场和消费群体，从而迎来真正的轿车时代！

大众汽车中国公司总经理张绥新博士直率地说，中国有13亿人口，但每年只卖70多万辆轿车。这个销售数字和中国众多人口相比太不相称了。因此

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



可以肯定地说，中国轿车市场有着非常广阔的发展空间。正是基于这样的判断，张绥新估计，到 2010 年，中国轿车年销售量将达到 200 万辆。

通用中国公司总裁墨斐对中国汽车市场前景则显得更为乐观。他估计，到 2010 年，中国汽车年产销量将达到 400 万辆。墨斐说，中国市场为通用中国公司提供了广阔的发展空间。对所有外国公司而言，中国市场都是不容错过的地方，在下一个 10 年里，中国汽车市场将无疑是全球增长最快的市场，将占到全球增长总量的 20%。他预计，到 2015 年，中国将成为仅次于日本和美国的世界第三大汽车市场；到 2025 年，中国将跃居成为全球最大的汽车市场。因此，在中国大力发展业务就成了通用全球战略的重中之重。

第一，和房地产业一样，汽车工业也具有较高的产业关联度。据日本的相关数据，汽车工业对其他产业拉动的直接相关度是 1∶2.4～2.7。如果考虑到更多层次的间接相关度，其对经济发展的影响就更为巨大。另以美国为例，汽车工业消耗了美国 25%的钢铁、60%的橡胶、50%的锻铁、33%的锌、17%的铝、40%的石油。在商业中，经销汽车商行的收入占美国批发商业的 17%和零售商业的 24%。

第二，汽车工业能够创造较高的附加值。在日本，包括汽车制造在内的运输机械部门占国民生产总值的比重从 1955 年的 4.1%提高到 1980 年的 14%，一跃从制造业的第八位上升为第二位。

第三，汽车工业是技术进步速度最快的产业之一。据日本经济调查协议会 1966 年对日本 1952 年～1961 年间技术进步率在各行业的分布测算显示，运输机械部门的技术进步率名列第二位。同时，汽车业被称作是“最大的技术和技能储藏库”，能有力地带动相关产业的技术进步和产品升级换代。

第四，汽车工业可吸纳较多劳动者。在工业发达国家，汽车工业的直接和间接从业人员占就业人员总数的比重较大，日本约为六十分之一，美国高达六分之一。在美国许多高速公路上，每隔几千米就出现一个小镇，镇上设有加油站、汽车修理店、汽车旅馆、各种饮食店、电影院、医疗门诊部、警察局，整个小镇的就业人员都因汽车应运而生。

有人测算过，到 2005 年，中国居民消费水平是日本 1970 年的水平，而日本 1970 年每千人拥有小轿车 43 辆。如果中国在 2005 年时家用汽车普及程

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

度达到或接近日本 1970 年水平，那么，中国社会私人轿车拥有量将是 2 800 万辆，从而产生非常可观的社会需求。

进入 21 世纪，随着中国“新三步走”小康目标的提前实现，大批城镇居民的收入将陆续达到可购买家庭轿车的水平。中国加入世界贸易组织也将使中国轿车价格因受发达国家轿车价格的冲击而大幅下调。当中国能源、交通、工业原材料“瓶颈”状态得到较大缓解，生产规模初步形成和生产经验有效积累之后，中国轿车年产量可望在 21 世纪头 10 年里就达到年产 240 万辆的规模，届时中国将实现挡住进口轿车冲击国门的目标。

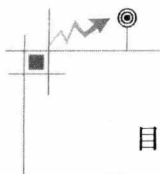
未来，中国汽车技术档次也将接近或达到国际水平。在轿车工业带动下，相关钢铁、塑料、橡胶、有色金属、电子仪表、石油化工等部门也将获得长足发展。

3. 新兴家电制造业。自从改革开放以来，新兴家电制造业就一直是中国工业中增长最快的部分。1979 年～2005 年，电冰箱、彩色电视机、洗衣机、录放音机的年增长率分别高达 64.6%、105.3%、146.7%、76.4%。由于城乡居民之间较大的收入差距，目前农村居民这些家电产品的拥有率显著低于城镇居民。但随着农民人均收入的增长，从 21 世纪开始，中国农村居民对家电产品出现了强劲的需求，由此带动现有家电制造业的再度繁荣。

另一方面，城镇居民对家电产品的需求也不容低估。这是因为，已有家电的更新换代速度正在加快，而更新原因往往并不是已有产品不能使用，而是由于追求新档次、新款式使然。同时，随着城镇住房紧缺状况大为改善，城镇人均收入增加以及家电因竞争加剧所产生的价格下降，使每一城镇家庭家电拥有量的增加成为可能，由此而带动的家电更新数量的增加就变得十分可观。

目前，中国的数码高清晰度彩电大量投放市场，相信在不远的将来，原来的模拟制式电视机将被彻底淘汰。另一方面，新一轮如数码摄录机、组合音响、家庭影院、笔记本式计算机、数字家用空调等新一代家电产品，正成为中国城镇居民趋之若鹜的追逐对象。因此我们有足够的理由相信，21 世纪初乃至今后的一二十年内这些产品的需求量增长将非常迅猛，并不断以更新换代形式进行扩张。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



目前，正在酝酿或已着手研制的能全面安排家庭生活的计算机信息管理系统，能从事家务劳动的机器人，能当家庭教师、私人秘书、生活伴侣和口头与文字翻译用的人工智能机，以及现在还尚难想象的家用电子产品及各种计算机软件，都会层出不穷地成为21世纪上半叶市场上的畅销货。因此，可以毫不夸张地说，家电制造业是最具潜力、也足以在一个长时期内拉动中国经济持续快速增长的动力。

4. 工业生产由于生物技术、电子技术的使用而趋于生物化、信息化、智能化，工业活动的舞台将由陆地扩展到海洋乃至更加广阔的宇宙空间。由于采用超导技术，将一反传统的通信、电力输送方式而全面更新，工业部门间的界限更富有弹性，相互关系的变动更具戏剧性，卫星通信、光纤通信的发展、高速超导磁悬浮列车、高速超导电磁推进船、超高速喷气客机的使用，超导输电的实现，将使跨国界工业活动易如反掌，经济全球化速度迅速加快。这样一幅使人心驰神往的图画也因为新技术的广泛出现和全球产业化而不再是遥不可及，它离人们的生活会越来越近。

早在20世纪80年代中期起，中国就启动了国家“863高科技研究发展计划”，在生物工程、外层空间技术、激光技术、自动化技术、新能源和新材料技术等几个当今世界最前沿领域，组织精干力量，投入巨额研发资金，紧跟世界发展潮流，为国家经济建设服务。1996年底，由国家科委（现为科技部）、国防科工委、国家计委（现为国家发改委）、电子工业部（现已撤销）、机械工业部（现已撤销）等诸多部委组成了联合小组，规划21世纪起新的十年的高科技研究发展计划。该计划是1986年在中国开始实施的“863计划”的扩展和延续，是“863计划”实施的第二个阶段。计划通过“跨越发展、开拓创新、系统集成、示范带动”的总体发展战略，以关键技术的突破和技术创新的带动，选择有限目标实施重点突破，军民结合，以民为主，以高科技研究成果推动国家经济力量和军事实力的提升，其最终目的就是为了在21世纪高科技的世界舞台上占有一席之地。

在今后一二十年内，除了有重点地适度发展为数不多的高新技术产业部门外，另一个更为重要的目标是用高新技术改造中国传统的农业和工业产业，使其提高效率，增加效益。改造既可以采取高新技术产业与传统产业之间的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

协作方式，也可采取在传统产业内先建立起高新技术增长点，然后逐步渗透的办法。当然，在很多情况下，还有其他多种多样的组合。可以预计，随着中国高新技术对传统产业的“侵入”，传统产业在不远的将来将会发生一系列令人瞩目的变化，如电子技术推广促进机械—电子产品一体化；高效合金材料、稀土化合物、复合材料等新型材料将获得广泛应用；通信卫星、光纤通信技术等使电信行业效率显著提高；生物技术在医药、食品等工业中的运用推动产品更新等。中国传统产业的现代化与西方发达国家的技术差距将由此大大缩小。当中国传统工业的改造任务完成后，也就是 21 世纪头一二十年后，高新技术产业将全面稳步地占据国民经济的主导产业地位。

下一个世界经济巨人：对 21 世纪中国经济的猜想

近年来随着中国经济的高速发展，人们对 21 世纪中国经济走向的预测也不绝如缕：

摩根士丹利指出，中国的经济发展将是 21 世纪最为成功的经典。同时，摩根士丹利还预测：如果中国的经济继续以每年 8%的速度增长，在未来的两年时间里，将超过英国，成为世界上第四大经济强国。

欧洲最大的金融集团——德国安联保险公司于 2005 年 1 月 23 日在法兰克福发布的一项研究报告称，8～10 年后中国国内生产总值将超过德国，位列美国和日本之后成为世界第三大经济体。安联保险在报告中认为，中国的国民经济今后 10 年仍将保持高速增长。2010 年前，尽管中国经济仍面临许多风险，但其国内生产总值的年平均增幅将保持在 7%～8%。报告称，这一高速增幅将使中国经济 10 年后赶上发达国家的水平。此外，10 年后不仅中国的国内生产总值成为世界第三，而且中国对外贸易也将大幅度增长，成为仅次于美国和德国的第三大贸易国。

德意志银行研究所于 2004 年 6 月 1 日发表的一份研究报告认为，中国的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



经济将继续蓬勃发展。从最近阶段显示的各种信息看，20 年后中国将成为世界第二经济大国。

世界经济论坛最新发表的《2005 年全球竞争力报告》预测，根据目前中国经济发展的步伐，它将在 2020 年成为全球第二大经济体。

2005 年 9 月 24 日，瑞士信贷集团首席执行官郭儒博在上海表示，中国有潜力在今后十年内发展成为全球第二大经济体。郭儒博是在上海出席瑞士信贷集团执行董事会会议时作上述表示的。据悉，这是该集团的领导层会议首次在中国举行，郭儒博称，执行董事会会议之所以选在中国举行，就是为了让全体执行董事亲身感受令人称奇的中国经济增长，这对本集团的发展具有非凡的意义。

国际著名投资银行雷曼兄弟公司 2005 年 10 月 28 日在北京发表了一份名为《中国：洞悉经济市况，掌握无限商机》的调研报告。雷曼兄弟公司全球首席经济学家莱夫利恩宣称，根据该调研报告的预测，中国经济规模在 2030 年会从现在的第六位跃升至第二位，成为仅次于美国的全球第二大经济体。报告指出，如果进行深入的经济结构改革，中国在未来 20 年可以达到每年 6%的平均经济增长率。

国际货币基金组织（IMF）首席经济学家肯尼思·罗戈夫说，中国可能在今后几十年里作为世界经济增长的主要动力而与美国媲美。从长远看，中国维持高增长率意味着这个国家或许只需几十年时间就能成为与美国不相上下的经济超级大国。尽管他没有作出具体预测，但他说，如果中国经济每年增长 7%，就意味着每 20 年翻两番，接近美国极有可能，如果美国仍然以每 20 年增长 50%的话。

人们更对中国何时能够赶上和超过世界头号强国——美国，成为世界第一大国的问题抱有兴趣。

西方学者麦迪逊指出，按购买力评价（PPP）计算，1987 年中国 GDP 相当于美国的 23%，到 1995 年上升为 52%，2000 年为 60.6%，进而在 2015 年左右超过美国。

法国国际关系研究所 2005 年新版长达 400 页的研究报告指出，到 2050 年，中国将跃居世界经济强国之首；名列第二位的将是北美地区各国（美国、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

加拿大和墨西哥)；欧洲将在世界经济中退居二流地位。这份题为《21 世纪世界贸易》的报告指出，到 2050 年，亚太地区将成为世界经济中的“重量级运动员”，中国将是全球经济发展中的最大赢家，其国内生产总值在世界经济中的比重将由目前的 18%上升到 24%，跃居世界第一位。北美地区将成功保持几乎与现在相同的地位，其在世界经济中的比重将由时下的 25%降至 23%。欧洲各国平均的国内生产总值在世界经济中的比重则将由目前的 22%跌至 12%，其地位将退居二流，同伊朗、伊拉克、尼日利亚和委内瑞拉等 12 个石油生产国相伴为伍。

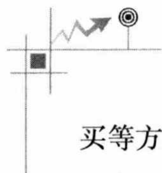
美国经济学家和专栏作家保罗·欧德曼在其“全球化与亚洲的崛起”系列文章中指出，在全球大背景下，中国利用外来投资和对外出口等诸多良机获得快速发展，它的发展像是刚启动的火车。欧德曼引自美国国家情报部门的一项研究预测，中国将在 2020 年成为全球性经济大国，到 2042 年，中国的 GDP 总额将超过美国。

到目前为止，国内也有许多经济学家和研究团体对中国未来的经济增长和在国际经济的地位问题进行研究。

国家发改委委托中国社科院数量经济与技术经济研究所从综合经济分析、人口、资源、环境等 10 个方面对未来 25 年中国经济增长速度进行了预测，得出的结论是：1996 年～2000 年（九五期间），全国 GDP 的年平均增长率为 8%～9%，2000 年～2010 年是 7%～8%，2010 年～2020 年是 6%～7%，25 年平均增速为 7%～8%。

北京大学林毅夫教授认为，美国经济能长期维持 3%的增长速度已经是相当不错，而中国经济则可以再维持 30 年左右的 8%～10%的速度增长。因此，21 世纪中叶前，中国经济完全有可能超过美国成为全世界最大、最有实力的经济体。林毅夫的这一观点是建立在他对“技术进步”及“东亚发展经验”的研究之上。在决定经济增长的诸要素（生产要素的增加、产业结构升级和技术进步）中，林毅夫认为“技术进步”对于 2002 年后的中国经济增长至关重要。由于发达国家总体上处于技术前沿，必须靠自行投资开发新的技术，因而具有投资大、成功率低、商业利用率更低的特点，而中国这样的发展中国家，因为事实上与发达国家之间存在着技术差距，所以可以通过摹仿、购

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



买等方式迅速实现技术进步，并转化为生产力、实现经济增长。利用这一拿来主义模式，日本经济从20世纪50年代开始到80年代保持了将近40年的增长，亚洲四小龙从20世纪60年代起也快速增长了近40年。中国从1978年底开始走上快速增长之路，那时中国的技术水准与发达国家相比差距更大。所以，林毅夫认为，单单利用这一差距，中国经济就能保持近50年的快速增长。

中国著名经济学家刘国光认为，尽管中国经济增长速度呈递减态势，但它还是处于世界经济增长的高位上，从而保证中国经济总量进入世界前列。

中国社会科学院的预测指出，2002年之后10年是中国经济发展的黄金时期，年平均经济增长率至少不会低于7.5%，到2010年，中国国民经济整体规模将位居世界第三位，并将迈入中等发达国家行列。

北京国民经济研究所的王小鲁博士通过对过去47年中国经济增长的要素贡献和制度贡献分析，对2001年～2020年的中国经济增长进行了模拟分析，模拟基本结果是：未来20年中国年平均经济增长率为6.4%，其中，2001年～2010年为6.58%，2011年～2020年为6.2%。

国家发改委宏观经济研究院的解三明博士等人利用生产函数和计量经济模型对中国“十五”时期及2006年～2015年的经济增长潜力和实际经济增长率进行了预测，得出以下基本结果：“十五”期间中国实际经济增长率在7.5%左右，2006年～2015年间，可实现7%或略高的经济增长速度。

“国际大循环”理论的作者、国家发改委经济研究所副所长王建认为，按照目前改革进程，再经过几个五年计划时期的补充和完善，中国会有一个符合市场经济要求的新经济体制的雏形出现。到那时，国际资本会由于在美欧日等发达国家和地区处于饱和状态转而投向经济呈高速扩张的中国。因此，若结合日本及亚洲“四小龙”的经验，可看到21世纪中国工业经济发展的前景模式：中国经济发展将再次进入重工业化阶段，大约会给中国带来20年左右的高速增长期，国内生产总值年增长将长期保持在10%上下。以此推算，到2010年时，中国国内生产总值规模将达到38 350亿美元，届时中国14亿人口，人均产值为2 740美元，达到中等发展中国家水平。而人均产值达到2 500美元，是一个国家完成工业化的重要标志。此时，居民的物质消费可基本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

满足，需求转向服务业，由此推动服务产业的发展，即进入所谓“后工业化社会”。而农村人口工业化进程更将持续到2020年。

国务院发展研究中心开发的动态递推中国CGE模型DRCCGE（2004版）通过求解一系列静态均衡来模拟经济发展的动态特性，以采用“情景分析法”对“十一五”及今后更长时期中国经济发展的前景进行模拟分析。“情景分析法”主要是通过考虑未来各种不同的影响因子，根据不同的假设推断出不同的结果，给人们展示未来可能的发展状况。基准情景的计算结果表明：“十一五”期间GDP的增长速度为8.1%，略低于“十五期间的8.7%”；2010年～2015年和2015年～2020年的经济增长速度分别为7.5%和6.8%。整体来看，21世纪前20年的中国经济增长仍将保持较快的速度，年均达到7.8%。

中国社会科学院的李京文教授等人利用系统动力学、投入产出、经济计量三者结合模型对中国2000年～2050年50年的经济增长情况进行了预测，得出以下基本结论：中国50年的经济增长大致可以分为三个阶段，第一阶段是2000年～2010年，经济增长保持每年平均8%的高速度；第二阶段是2010年～2030年，经济增长保持在年平均6%的水平；第三阶段是2030年～2050年，经济增长保持在年平均4%～5%的水平上，从而使中国经济总规模和实力迈入世界前列。

同样是中国的著名学者郭道丽在假定美国经济年增长率为3%，中国经济年增长率为8%的条件下得出以下结论：中国国内生产总值将在47年后赶上并超过美国。

清华大学从事技术经济与管理研究的朱恒源认为，在21世纪中叶，中国与发达国家之间在技术方面仍存在梯次结构，中国更主要的是作为一个市场与生产基地而参与世界经济，技术产品将在中国企业中得到更广泛的应用。但核心技术可能仍来自发达国家，不会完全外溢到中国。同时，朱先生也认为，在一定的技术门槛之上，对于经济发展成败更起决定性作用的是“市场”。以计算机操作系统为例，Windows系统在技术上并不比苹果操作系统更具有明显优势，其在全世界取得成功，更主要地取决于其庞大的市场占有率。鉴于此，由于中国在市场方面具有别国难以比拟的优势，所以中国仍有可能占据世界经济发展的一极。前提是必须在保持国内大局稳定的前提下，坚持

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



市场化改革取向，在尽快完成资本及劳动力市场化的同时，建立一套完整的体现市场化原则的法律制度，同时通过改革消除目前阻碍市场化进程的一些重要因素。果能如此，朱恒源认为经过30年，中国大体上可以建立一个相对完善的市场化体系，并在20个世纪中叶，成为与美国、欧盟、日本并驾齐驱的世界经济一极。

我们也采用基准增长情景模型，模拟预测了中国2000年～2050年经济增长和结构变化的各种情景，结论是：[①]

1. “十一五”期间（2006年～2010年）以及2010年～2020年经济快速增长最主要的动力仍然是资本的快速积累，其贡献率分别达到了63.5%（协调发展情景）、67.4%（基准情景）和72.1%（风险情景）。同时，模型模拟的结果也说明，由于城市化加快、人力资本投资、经济体制改革以及技术创新所带来的全要素生产率增长对于经济增长的贡献越来越大。到2015年～2020年间，全要素生产率的贡献率将比“十五”期间提高10到15个百分点，全要素生产率的增长是实现未来经济持续较快增长的关键。

2. “十一五”期间和2010年～2020年间，产业结构将随着工业化和城市化的深化继续调整并趋于优化。“十一五”期间产业结构变化的主要特征表现为第一产业比重继续下降，而第二产业和第三产业比重有所上升。“十一五”期末，三次产业的比重可能为10.8∶54.2∶35.1。2010年～2020年，产业结构变化的重要特征是服务业所占比重增加，效率提高，到2020年三次产业的比重将为7.3∶52.5∶40.2。

3. 模拟结果显示，如果能够实现国民经济协调和可持续的发展，经济增长对环境的破坏要小得多。以2020年为例，协调发展情景下的四种主要污染物的排放量比基准情形要低7%～13%。

4. 中国在未来的10～15年间仍然存在经济增长放缓的可能性。例如，贸易摩擦对进出口的负面作用、储蓄率的下降和资本积累速度的放慢、体制矛盾造成的制度成本上升等，有可能使中国经济的增长速度下降到6%左右。

5. 高经济增长情景突出了未来中国经济发展机遇大于挑战的特征。在这种情况下，我们假定中国的全要素生产率每年增长3%左右，利用经济发展预

① 详见程超泽：《21世纪中国经济猜想》，北京：中国经济出版社，2006年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

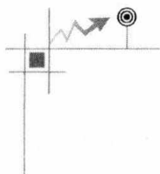
测模型显示，“十一五”期间中国经济增长率为8.5%左右，“十二五”期间为7.9%左右，“十三五”期间为7.2%左右。总体的增速比基准方案高0.5个百分点，到2017年，中国的国内生产总值比2000年翻两番，提前三年达到国内生产总值翻两番的目标。城市化水平每年提高1.4个百分点，2010年中国城市化率达到50.6%，2020年达到64.8%。

6. 人民币对美元的汇率升值按每五年5%速率计算，2010年GDP总量将超过26万亿元人民币（折合成3.17万亿美元）。“十二五”（2011年～2015年）期间，GDP年均增长率将达到8%左右，到“十二五”期末，GDP总量将超过42万亿元人民币（折合成5.19万亿美元）。中国将由下中等收入发展中国家进入上中等收入发展中国家。“十三五”（2016年～2020年）期间，GDP年均增长率将达到7%左右，到”十三五”期末，总量将达到76万亿元人民币（折合成11.69万亿美元）。

7. 加上人口自然增长水平这一因素，2010年中国人均GDP水平将比2000年增长一倍（折算美元将超过1 700美元），超过当下发展中国家的平均收入水平；到2020年，人均GDP将比2000年增长4倍（超过3 000美元），实现全面建设小康社会的发展目标，大体达到当下世界中等收入发展中国家的平均水平；到2030年，将比2000年人均GDP增加10倍（超过8 000美元），相当于当下世界高收入的发展中国家，即成为当代新兴工业化国家，完成以工业化为基本内容的现代化。再持续发展下去，中国将作为后工业化时代的经济大国，到20世纪中叶进入中等发达国家的行列。

8. 按照情景设定的增长目标，“十一五”末期（2010年），中国经济总量很有可能赶上德国，在2015年超过日本，在2039年超过美国。从理论上说，21世纪中国经济发展走势的坚挺将支持中国股市步入牛市。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



中国：处在金融大爆炸的漩涡中心

中国这轮超级长牛市显然和国内外资产流动性过剩有关。近些年来，过剩的货币就像地下汩汩涌出的泉水一样，扣除每年因经济增长所需的约 4 000 亿元左右的人民币增加量之外，专家估计，2006 年一年新增大约 6 000 亿元左右的过剩资金。仅 2007 年头三个月，中国央行前已经两次上调法定存款准备金率，而且每个月以高利率定向发行票据，以收紧市场上过剩的货币流动。2 月 27 日，上海金融工作会议也明确，将进一步加大对流动性的管理，从商业银行层面收紧贷款规模。

不断涌流的国内过剩货币已造成了中国资产市场价格的井喷。中国股票市场 2006 年至今为全球第一；房地产价格在国家的宏观调控背景下仍然出现了一定的上涨，这在很大情况下被归结为流动性过剩所造成。海通证券预测，2007 年～2010 年，人民币升值的幅度将达到 12%～18%。2007 年，中国贸易顺差持续扩大，预计将达到 1 700 亿美元。

一个更为重要的事实是，中国国内资产流动性和全球资本流动性泛滥联动。全球资本流动性泛滥几乎已经是地球人的一个不争的共识了。美国“9.11”事件后经济放缓，纳斯达克市场的高科技泡沫的破灭，为了恢复经济增长，美国连续降息，1%的低利率保持超过两年之久。宽松的货币政策使美元的流动性大大增加，再加上全球化的资本流动，欧洲美元、亚洲美元甚至石油美元越来越多。日本经济从衰退中复苏，也是采取低利率政策甚至零利率政策达十多年之久，使日元的流动性空前增长，虽然日本经济近期才开始复苏，但日本人手上的钱一直就很多，并且在纽约和亚洲其他资本市场的投资非常活跃。欧元也是在欧洲央行的坚持下，2006 年才将保持了五年之久的 2%的利率提升 25 个基点，近期再上调 25 个基点。全球三大经济体长时间的宽松货币政策，在加大全球经济失衡的同时，也使全球流动性过剩，通货膨

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

胀、货币贬值的预期越来越大。

由于全球流动性过剩资金的推动，2004 年～2005 年全球资产价格普遍出现了大幅上升的趋势，包括全球的房地产价格、黄金价格，以及股票价格普遍上扬。黄金是储备资产，储备资产价格大幅上涨，与通货膨胀预期和货币贬值预期是同步的，也就是钱太多了才会出现钱将来不值钱的可能性，需要转换更能保值增值的资产。美国的房地产价格上涨，也与较低的利率、减少房产的按揭支付、政府支持房地产商增加投资有关。

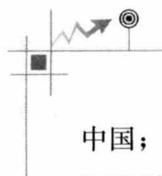
“各国央行都在采取行动使资本的流动性正常化，但是全球资本仍然过度泛滥”。哪怕欧洲银行和日本央行采取升息措施，抽紧流动性，只要弱势美元重现，仍会引导全球流动性过剩资金流向非美元的新兴国家和地区的金融市场，率先刺激以美元作为结算货币的能源资源类期货价格上涨，同类现货商品的价格也跟随上涨。与此同时，敏感的股市就会把期货和现货商品价格走势及时地折射到股票价格上，风险溢价推动股指大幅度扬升。因此，近日瑞士信贷、大摩、美林、高盛和花旗银行等华尔街投资银行建议，投资者应开始增持股票。难怪美国《下一个大泡泡》一书的作者哈里·登特以人口周期和技术周期推论，我们这代人将迎来一生中最大的一次投资机会：在 2009 年，道琼斯指数狂飙而上冲击 35 000 点到 40 000 点，纳斯达克指数达到 13 000 点，并可能挑战 20 000 点，从而创造美国历史上最大的牛市。该书作者宣告大牛市已经来临，同时警告大泡泡将要破裂，因为股市等金融市场大繁荣，必然伴随着大衰退，演绎出一次大萧条。[①] 如果按照哈里·登特的推断，届时上证综指将从现在的 3 000 点上涨到 5 000 点左右，甚至更高。

当然，中国与美国的国情不同，不能完全照搬哈里·登特模式分析判断，但是，在全球资本泛滥的大背景下，游资跨境流动虽有资本管制防火墙，也难以设防和阻截，国际资本市场联动越来越密切，必然影响到中国资本市场的演绎方式。

中国股票市场 2006 年全球第一，无疑更刺激了全球资金源源不断地涌入中国这个资产“洼地”：直接投资、间接投资和战略投资，以各种身份，房地产投资基金、股权投资基金、风险投资基金，还有改头换面的对冲基金涌进

① 全球资本泛滥冲击中国市场：热投地产股市！《中国经营报》，2006 年 5 月 20 日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



中国；在房地产市场、收购兼并市场，以及股市上，各类外资大量进入使外汇积累不断上升的同时，通过结汇把全球过剩的流动性输入到了中国。

全球资本泛滥正好和中国人民币升值周期相耦合。人民币升值预期的大肆渲染，使得全球资本以各种形式一拨一拨地涌进中国。

中国的资本市场对世界日益开放，加大了全球泛滥资本对中国下注的筹码。而这个赌注显然又是建立在中国非市场化汇率机制这个缺失上的。因为中国开放程度越大，人民币升值压力越大，同时外资进入中国越方便，在中国套利的机会也就越大。近年来香港“热钱”泛滥狂追国企股，恒指突破20 000点还在疯狂上涨就是一个迹象。只要人民币有进一步升值的预期，或者国内资产价格有进一步通胀的预期，那么国际资本买入H股，就相当于以低廉的成本买入了人民币资产。反过来因为“热钱”围堵，H股股价继续坚挺，就会导致更多的资本从各种管道流入中国内地股市，进而买入已经低于H股的A股，这样的“热钱效应”会导致国内资本过剩的局面继续下去，最终不断推高中国国内的A股市场。

人口周期是影响资产周期的最基础因素

越来越多的学者试图将持续高速发展的中国经济和人口红利相联系。国家人口发展研究战略课题组最近发布了国家人口发展战略研究报告，报告指出，中国自1973年全面推行计划生育以来，少生了4亿多人，生育率迅速下降，而生育率的下降导致了人口抚养比下降三分之一，为中国经济增长创造了40年左右的人口红利期。

据了解，按照人口年龄结构变化，人口红利可依次分为高少儿、低老年型的高人口抚养比，低少儿、低老年型的低人口抚养比，低少儿、高老年型的高人口抚养比的三个不同阶段。在第二阶段，劳动年龄人口比重高，人口抚养负担轻，人口生产性强，社会储蓄率高，有利于经济增长。这一人口年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

龄结构最富生产性的过渡时期通常被称为人口红利期，人口年龄结构对经济增长的这种潜在贡献就是人口红利。

银行证券首席经济学家左晓蕾表示，持续多年的人口红利在一定程度上促成了中国经济的比较优势。上一次生育高峰时出生的人口逐渐进入就业范畴，由于劳动力供给很大，工资相对较低，很多劳动密集型产业便相应建立，从而推动了中国经济持续多年的增长。

北京多科德经济咨询公司首席研究员李长安认为，中国正式享受人口红利应该是从 20 世纪 80 年代中期开始，中国经济增长在很大程度上得益于人口红利的正面效应。

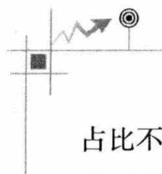
世界银行东亚与太平洋地区人类发展局局长伊曼纽尔·吉米内兹最近在世界银行《2007 年世界发展报告》报告会上说，中国的青年人口于 1978 年左右达到顶峰，随后生育率的下降使这些人需要供养的子女和老人比较少，这种劳动力队伍的扩张提供了一个把钱花到其他方面的机会窗口，这种“人口红利”将有利于经济发展。

世界银行的研究显示，这种赡养率下降的窗口可以保持大约 40 年，并取决于生育率下降的速度，然后会重新关闭。当前几乎所有的发展中国家都仍然处在这个窗口里。其中，这一窗口在中国和泰国将于 10 年内关闭，在日本等发达国家已经关闭。吉米内兹说，目前中国经济增长的 27%得益于“人口红利”，与此前“人口红利”对日本、新加坡等国经济腾飞的贡献率基本相当。

中国国际金融公司首席经济学家哈继铭更将资产价格上涨、股票市场的牛市行情和人口红利联系起来看待，他对中国人口红利推动资产价格上涨或者说股市的牛市行情关闭时间的确定与上述伊曼纽尔·吉米内兹的观点相近似，即至少会持续到 2010 年。而另一项有关招商证券的研究报告则认为，中国人口红利将在 2013 年结束。

在这一阶段，中国经济仍将保持高速增长，与此同时资产价格也将大幅上升。中国 2010 年前工作年龄段人口的继续提高将使居民储蓄率保持高位。在此背景下，中国将维持巨额外贸顺差，外汇储备和货币供应将大幅增长，从而使市场流动性更加充裕。由于劳动力市场条件宽松，资本回报在产值中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



占比不断提高。另外，考虑到失业的压力，货币升值将是渐进的，从而使国内利率水平较低。这些都为资产价格的上升提供了强有力的支持。

主流经济增长理论通常把资本、劳动、技术进步、制度转变等因素当作影响经济增长的主要动力。但是一般研究都是基于人口稳态增长的假设，而这与很多国家的人口转变现实是不相符的。实际上，现代社会，尤其是二战以后腾飞的后发国家，都经历了一个人口结构演变的非稳态的过程。人口非稳态转变过程本身对经济增长拥有巨大的积极影响，这种影响被称之为“人口红利”（demographicdividend）。二战后实现经济腾飞的国家一般经历了三个人口结构变化阶段：

第一阶段是在二战后 10～20 年内，和平环境下收入的提高和婴儿死亡率的下降导致婴儿潮出现。人口增速快于收入增速，人均收入水平较低，储蓄率也很低，经济增长慢。

第二阶段发生在婴儿潮一代出生后 20～50 年内，人口控制政策的推广和收入的增长导致出生率急速下跌。相对来说，社会上需要被抚养和赡养的人少了，能够创造财富的人却变多了，从而带动 GDP 高速增长。这种由于人口转变所带来的劳动年龄人口比例提高、抚养负担降低所推动的经济增长，被称为“第一人口红利”。在第二阶段中，紧随着“第一人口红利”出现的是“第二人口红利”。

“第二人口红利”的理论基础是生命周期理论，指人们为应对收入结构随年龄的预期变化，将一生的收入和消费在生命周期内进行平滑以求取最大效用，在生产效率较高的壮年阶段，其收入中用于储蓄的比例将明显高于其他阶段，由此反映出的在人口转变的特定阶段，由于高比例的劳动年龄人口带来的国民储蓄率升高和资本供给增加对经济增长所产生的推动作用。简单的说，由于医疗水平的改善，婴儿潮出生的一代预期寿命较长，因而他们在中年开始便注重为自己将来退休后的老年生活储蓄，从而导致社会储蓄快速提升，储蓄率维持在高位。高位的储蓄率为社会进一步投资提供了资金，从而进一步推动经济增长。

而在第三阶段（婴儿潮一代出生 50～60 年后），人口红利逐渐消失。人口中劳动者的比重下降，无收入的老人占总人口的比重激增，从而导致社会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

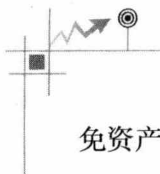
人均收入增速的下降。另外，退休的婴儿潮一代开始动用储蓄来度过晚年，婴儿低谷期出生的一代尽管也在储蓄，但由于数量上的劣势而无法抵消前者的储蓄下降。于是社会总储蓄率开始下降，导致投资供给下降，进一步降低了经济的增速。

中国的人口结构非常吻合人口红利理论的三个阶段。对于中国相关数据的测算显示，1982 年～2000 年间人口红利对中国经济增长的贡献率约为 27%，预计人口红利的贡献还还会持续 5～10 年左右。因此，在 2006 年～2015 年，充分挖掘人口红利，结合经济改革的推进，中国经济在未来五年可以保持年均 8%～10%的增速；而从 2015 年左右开始至 2030 年，中国将经历人口结构演变的第三阶段。

资产价格的走势，从短期来说受到资金流动性的影响，从长期来说，受人口结构的影响很大。当一国仍处于人口结构演变的第二阶段时，人口红利会带来资产价格的攀升；而当一国步入了人口结构演变的第三阶段时，人口负债则会促使资产价格回落。日本的经历印证了人口结构对于资产价格的影响。日本的股票市场与房地产市场价格走势与主要储蓄者比率变动非常吻合。在人口红利阶段，伴随着主要储蓄者比率上升，资产价格攀升。而当人口红利消失，主要储蓄者比率下降，资产泡沫立即破裂，房地产价格与股票价格均大幅下跌。尽管日本资产泡沫的破灭存在多方面的原因，但从长期来看，人口结构是其中最为根本的原因之一。

中国自建国之后于 1950 年～1970 年间经历了生育高峰，婴儿潮出生的一代人在 1990 年～2015 年间相继进入 35～54 岁的黄金年龄，使得主要储蓄者比率在这段期间出现了历史最高点。但是，由于计划生育政策带来的低出生率，中国人口结构正步入老龄化阶段，目前较低的抚养率于 2010 年～2015 年间将会出现拐点并逐步升高，主要储蓄者比率将于 2015 年见顶并逐步回落，从而使家庭储蓄率回落，进而导致资产价格将下跌。预计资产价格的拐点很可能出现于 2010 年～2015 年之间。在未来 5 到 10 年内，中国容易产生资产价格泡沫。而当人口结构进入拐点时，资产价格泡沫破灭，房价和股市都可能下跌。在距离人口结构拐点尚有 10 年左右的关头，政府需要加大对于社会保障和公共医疗的财政支出，这样将有助于降低主要储蓄者的储蓄倾向，避

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



免资产价格泡沫的骤然破灭。

上海福思托投资管理有限公司总经理金韬还论证了“人口红利”在股市中的作用。他认为，按照人生的周期，30～50岁时往往是一个人购物、置业等消费最强烈的时期。中国的生育高峰出现在20世纪60～70年代，这批人目前正好进入到30～50岁的黄金年龄段，形成对消费的强烈需求。这也正是目前行情支撑消费股持续走牛的决定性因素。他进一步分析认为，从“人口红利”的角度看，在目前中国的证券市场中，带来的市场机会主要表现在消费型与服务型行业上。在消费型行业中，可重点关注的是医药、食品饮料、旅游餐饮、家庭与个人用品等相关行业及上市公司。对医药行业来说，目前国家正在加大投入，无疑将进一步强化这一行业的投资潜力。在服务型行业中，应重点关注的是金融、房地产、百货零售、信息技术、交通运输设施等相关行业及上市公司。以房地产为例，虽然该行业近来一直是国家调控的重点，但是大量人口进入结婚和生育时期，将形成对房地产市场的刚性需求，与刚性需求对应的则是房地产开发投资的刚性增长，因而这一行业近年来一直难以深幅回落。而在房地产投资及相关建材行业增长得到支撑的同时，与房地产相关的家具、家庭装饰等行业发展态势也稳步向好。政策对这一行业的调控，只会加大行业内的结构性调整，同时更强化了龙头公司如深万科、保利地产、中华企业等公司的市场机会。而在服务型这一行业中，金融更是一个值得重点关注的行业。不仅人口红利对一行业的发展带来巨大支持，而且税制改革、人民币升值更将大大强化这一行业的市场机会。预计未来3～5年内，国有大型商业银行的业绩将保持20%～25%的复合增长率，而股份制商业银行则将保持25%～40%的复合增长率。像招商银行、中国银行、工商银行等龙头，更有望超越行业平均水平而带来高增长。

申银万国研究所撰文指出，人口周期是影响资产周期的最基础因素。人口结构变化，通过对经济层面和投资者行为层面，对影响资产价格最为关键的基本面和流动性两大驱动因素产生影响。

——人口因素是具有普遍意义的全球可比变量。美国20世纪50年代婴儿潮对80年代资产的推动，东亚在人口红利推动下的经济繁荣和资产繁荣，是最具有典型性的案例。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

——中国正处于人口红利的后期，长期大量居民货币财富在社会保障体制和资本市场发展的推动下，将大量转化为证券类资产。人口红利对于资产的推动力在未来三年会明显加强，其中养老资产的大量积累将是推动资产的重要资金力量。

——人口红利推低股权风险溢价。我们在未来三年将面对较高股票估值的现实，我们预计股权风险溢价将在4%以下，低于长期5%的均衡水平。但在股票长期均值回归的运行规律下，当前高估值导致未来长期收益的下降，故需密切关注股权风险溢价周期性的转折。

——在经济高增长周期和人口红利周期推动下，我们看好权益类资产的长期配置价值。

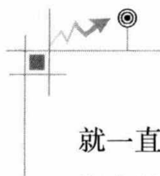
四大预期的市场耦合

认识中国股市超级长牛市的宏观动向，值得强调的还有几条清晰的主线条：其一，站在中国入世后对外开放的历史高度看待人民币资本项目下将大幅升值的预期；其二，站在政策层面上，投资者当年用脚投票的国有股全流通问题，到了股改已完成的今天，早已被市场普遍解读为一项重大利好而不是利空，其后续效应将更多地显现出来；其三，站在微观经济层面，刺激企业的投资欲望，进行以增强民间投资为动力的税制改革；其四是中国证券市场新的价值投资理念和价值体系的构建。这四条在未来都将逐一兑现的主线如今虽还处在朦胧阶段，但唯其朦胧，才给中国投资市场以无比广阔的想象空间。这四条主线中只要任何一条在未来得以兑现，都将在中国股市中激起投资冲击波，更别说这四条主线有可能在未来的某一个时段交织、耦合而产生巨大当量的合力共振了。

人民币升值预期

从2004年10月29日中国央行加息开始，新一轮关于人民币升值的讨论

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



就一直在不断升温。在人民币资产价值预期的大背景下，寻找最优秀的中国资产早已成为海内外机构投资者的共识。正是这一预期，吸引了众多国际热钱不顾中国央行的难题一直在源源不断地进场。国际热钱押注人民币升值可以从著名投资大师沃伦·巴菲特于2003年年底下注在香港上市的中国人寿这只股票上就可见一斑。依香港大福证券资深分析师梁伟沛的判断："巴菲特正在想方设法谋求入股中国人寿的可能性，其立意就是冲着人民币升值而来的。"也因为这一热切预期，从2003年起，国际游资纷纷涌入香港H股市场，并通过各种渠道潜入国内A股市场。从2003年11月开始，香港的恒生指数从不到13 000点涨到了现在的14 600点。特别值得一提的是中石化、中移动等H股，它们在短期的涨幅都超了20%。就在巴菲特投资中国人寿前后，李嘉诚、比尔·盖茨、索罗斯、罗杰斯等一流的国际投资家也都想方设法进入中国内地金融市场，显示了他们对于中国境内A股市场的极大参与热情。

大家敏锐地关注到，人民币升值的呼声在国际上已空前高涨。一般估计，人民币到2008年会累计升幅高达40%。对于美国投资者来说，目前投资在美国上市的中国企业就成了一个热点，因为以美元为计价的中国股票，即使将来公司本身的业绩不增长，其在美国境内的市值也会因人民币升值而产生大幅溢价。反过来说，目前在美国的中国股票也可以认为有40%左右的折价，这也是这些中国概念股得以维持高市盈率的一个重要原因。国际投资界有这样一种看法，即对于投资收益而言，如果20世纪80年代是属于日本的，90年代是属于美国的，那么，21世纪的前10年应该是属于中国的，全世界"聪明的热钱"都在虎视眈眈地盯着中国的投资机会。

2005年7月21日，中国央行正式宣布人民币汇率机制改革。一年多来，人民币一直保持小幅升值趋势，至2006年12月12日，人民币兑美元汇率7.723，近一年半来涨幅已达到5%。央行在《货币政策报告》中曾明确指出：要"适当发挥汇率在实现总量平衡、结构调整及经济发展战略转型中的独特作用"，不少人也意识到当前中国的经济问题可能都与汇率有关，管理层有意将调控政策重心向汇率转移，逐步使人民币汇率回归至合理水平。有迹象表明，人民币已经进入中长期的升值趋势。

一般估计，经济的长期快速增长决定了人民币升值的时间和空间。与日、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

德相比，中国经济的增长速度和国际收支顺差有过之而无不及。因此，人民币升值的空间将会很大，人民币升值的时间也同样会很长，保守估计也需要10年左右的时间。由于政府需要吸取日元快速升值而产生泡沫经济的教训，再考虑到人民币升值对中国经济增长、就业的不利影响，因此人民币升值过程必然会先慢后快。在缓慢升值期（约5年时间），预计人民币将每年升值4%～5%左右，升值幅度为20%～30%；随着国内外条件的逐步具备，人民币也将会进入加速升值期，保守估计也要5年左右，升值幅度在50%以上。[①] 其实，即便人民币不升值，升值预期也将一直相伴存在，而只要人民币升值预期一直存在，且不断被强化而不是减弱，热钱押注人民币升值的趋势就不会改变，而且势必将越演越烈。

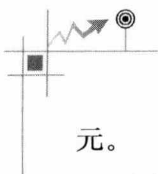
对股市而言，本币升值预期主要会带来四个方面的益处：第一，吸引国际资本流入，获得以本币计值资产升值的收益；第二，在实行外汇管制制度下，本币升值会出现将外币资产转换为本币资产的趋势，改善股市资金供求关系；第三，为了抑制更多的投机资金进入国内，央行将有意维持一定幅度的本外币利差，倾向于保持低利率，为股市发展提供较为宽松的金融环境；第四，国际游资具有较强投机性，主要投资于容易变现、流动性高的证券市场上。

只要人民币升值预期一直强化而不是减弱，中国股市就一直会有利多的预期存在。即便人民币不升值，但人们的升值预期也会助推中国股市。伴随着人民币升值预期、国际游资持续不断的进入，中国证券市场正在酝酿着一波出人预料的大行情。

当年日元升值早期，也只有少量国际资本进入日本。1979年，国外净购入日本股票仅1.92亿美元，到1980年已猛增到61.5亿美元。到1986年，日本东京证券交易所股票市值已超过280万亿日元，交易额高达160万亿日元，仅次于纽约证券交易所。1987年4月，东京证券交易所股票市值猛增至26 600亿美元，第一次超过纽约证券交易所26 520亿美元市值。1985年12月，日经平均股价仅为13 113日元，此后便一路狂奔攀升不断，到1987年9月，已为26 000日元，并于1989年12月29日达到历史最高点——38 915日

① “时间长，空间大”，《中国证券报》，2006年12月11日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



元。

同样的历史在中国台湾地区得到复制。1988 年 10 月后，台湾“中央银行”受到压力，对台币采取了缓慢升值的政策。尽管如此，还是吸引了大批海外热钱汇入套利。受台币升值预期影响，台湾股市加权股价指数从 1985 年 7 月起的 600 点开始逐渐上升到 1986 年 9 月的 2 505 点，从此便越发不可收拾，股指如脱缰的野马一路狂奔不止，在之后短短的一年里（至 1987 年 10 月 1 日），指数便升至了令人叹为观止的 4 600 点高位。就在那时，受全球股市突发风暴的冲击，台湾股市加权股价指数又一度回跌到 2 298 点的低点，但在稍作整理后就又再度进入了飙升轨道，并在 1988 年 9 月 26 日达到了历史顶峰——8 870 点。

从海外经历看，当某种货币存在升值预期，汇率与股市存在这样一种关系：预期本国货币升值——热钱流入——股市上涨——吸引更多热钱流入——加大升值压力——汇率升值——热钱流出——股市大幅下挫。在热钱大量涌入后，股市自然会走出一轮非常凌厉的上涨行情，但是当热钱从股市撤离时，处于高位的股价将轰然倒下也是不争的事实。这种股市大起大落的系统风险无疑不利于股市融资、资产配置、定价等功能的发挥，减弱其对经济发展的促进作用。

在微观层面上，汇率的变动将通过对进出口商品与服务价格的影响，以及非直接贸易的资本流出入影响行业经营或资金供给，从而影响相关行业和上市公司的竞争力和经营业绩，间接影响股市的变化。如果人民币升值，出口导向型企业的产品外销由于价格上升而缩减，这些企业的业绩在短期内将受到较大冲击，而以进口原材料为主的企业则会因为原材料成本降低而受益，相对应的，股票资产在市场中的表现截然相反。

中国目前的状况和 20 世纪 80 年代的日本相当相似。在人民币升值压力下，中国可能将不得不陷入中金首席经济学家哈继铭所说的“容忍流动性泛滥”的境地。“过度流动性”（excess liquidity）为活跃中国股市提供了必要条件。货币供应量的增长率除影响经济增长、通货膨胀之外，同样也是影响股票价格的重要变量。根据高盛公司的观点，“过度流动性”通过用小额定期存款调整后的 M2 货币供应量环比变化减去名义 GDP 的环比变化来反映。如果

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

货币供应量增长率超过GDP增长率，这就意味着经济中存在着能用于购买证券的过量货币（流动性）。因此，正的过度流动性会导致更高的证券价格。

申银万国策略分析师陈李则认为，中国A股正在步入全球资本的牛市氛围。人民币升值将是一个较为缓慢的过程，但大趋势已经形成，在数年甚至更长的时间内都不会改变。

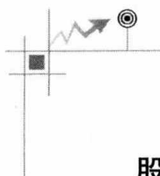
海通证券策略分析师汪盛则认为，强势的经济对应强势货币，股票市场的上涨可能来自经济的强势引发的盈利增长和货币的强势推动的估值水平上升的双重推动。如果一个国家同时处于经济强势和货币强势的环境中，从动态看，其估值水平就存在被高估的可能。具体到A股市场，如果中国经济状况不出现大的变化，从当前的估值水平来看，因货币因素推动估值水平继续向上的可能性非常大。

“在债券、地产、股票等商品不断冲击全球经济的过程中，泛滥的资金将目光转移到资源类和亚太新兴市场。中国每年超过9%的GDP增幅、每年至少5%的人民币升值预期、2006年股市14倍的市盈率，机构投资者占市场资金存量的比重不超过25%，任何全球配置资金都会注意到这些简洁有力的数据的。”① 从理论上讲，过多的流动性只有通过两个途径被消化：要么是通货膨胀，要么是资产价格上涨。而2006年以来中国物价基本保持稳定，1～8月份物价指数（CPI）累计上涨1.2%，涨幅比上年同期下降0.9个百分点。这表明，市场资金并没有大量流向普通商品，而是主要流向房地产和证券市场。

目前，不少投资者对人民币升值趋势及其对证券市场的深远影响仍然认识不足，对能从人民币升值中受益的板块也存在较大的认识局限。由于人民币升值预期是支持中国股市长期向好的重要因素，并将成为今后几年市场反复炒作的投资主题之一，因此，投资者应乐观看待今后的股市行情，重点关注那些能从人民币升值中受益的行业板块。当然，下一步将不再停留于人民币升值的概念炒作，而是逐步转向从人民币升值受益的行业和上市公司业绩的挖掘上。

① “1 000亿资金千六拉锯战现阶段性顶点牛市未结束”，中国经济网，2006年5月18日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



股权分置改革的后续预期

国有股的流通问题是近些年来一直困扰中国证券市场的首要问题，也是引发中国股市自 2001 年 6 月以来开始下跌的一个重要动能。2005 年发生了自中国股市诞生以来最重大的制度变迁：股权分置改革。2005 年 4 月 29 日，中国证监会发布通知，宣布启动中国国有股全流通改革试点。10 天后，4 家上市公司被迅速圈定进入股改首批试点程序。2005 年 8 月 18 日，股改后第一单宝钢下水，宣告中国股市的全流通时代正式开启。至 2006 年 9 月 14 日，随着市值超 4 200 亿元人民币、占中国股市总市值近 11%的超级大盘蓝筹股——中国石化开始股改，已有 1 151 家上市公司进入或者完成了股改程序，公司股改市值占股市总市值的比重达到 92%。据预计，股改可望在 2006 年年底全部结束。这标志着中国股市面临的最大制度瓶颈——同股不同价、同股不同权的股权分置难题已基本得到妥善解决，中国证券市场开始与国际证券金融市场接轨。

由于股改的平均对价水平是 10 股送 3.5 股，有 35%的溢价，因此，从理论上说，市场也应有 35%的上涨空间。也就是说，上证指数应从 2005 年 6 月 6 日最低的 998 点反弹到 1 350 点。不过，因对价产生的股价升幅，只能视为因过去的制度缺陷而对流通股东进行的利益补偿，不能算作升幅，相对升幅应从 1 350 点开始计算才合理。从 1 350 点至 6 月最高 1 756 点，中国股市涨了 30%。以沪深 300 指数的市盈率和股改对价水平测算，股改股的市盈率水平目前在 21 倍附近，为未来市场提供了一个较大的系统性上涨机会，上证指数在 1 600 点一线获得支撑的原因也就在于此。

股改妥善解决了上市公司的历史遗留问题。不少公司以前沉积下来的问题都随股改呈现出来了，比如有的公司 20 世纪 90 年代初期就上市了，很多非流通股股东自始至终都没有到上市公司领过红利，股改解决了这一问题。部分存在公募法人股的公司利用股改妥善处理了该类股份的流通问题，保持了市场稳定。另有多家公司采用以股抵债、资产重组等方式，切实提高了上市公司的质量。股改还将给市场带来科学合理、稳定有效的定价机制，有利于创造良好的市场环境。股改前，上市公司 2/3 的股份是不可以流通的，可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以流通的股份由于数量过于小给市场投机带来了便利。股改完成后，全流通的市场就会有效地遏止投机现象，并为新股发行和再融资的启动创造良好的定价环境。此外，股改为股指上涨带来了强大动力。支付对价在形式上就是分红派息，即大股东整体向流通股股东高比例地分红，这为市场的上涨带来了一定动力。

随着股改的渐次推进，市场对A股未来的心理预期慢慢发生了变化，尤其是部分股改公司复牌后强劲的走势，导致投资者心态经历了股改初期的不满、中期的试探到后来主动出击的变化。

“不股改就要被边缘化，甚至被退市，早股改早受益。”一位投资者表示。一位散户投资者认真分析股改对价方案，挑方案好的、对价高的抢先在股改前买入，坐享股改对价。她兴奋地说，几个月以来，已赚了60%了！

随着股改的进行，市场主力也悄然发生着变化。原来一股（东）独大的局面现在变成了与QFII、保险资金、游资等多家主力的博弈。从2005年下半年以来的行情特征及市场表现看，QFII、游资、上市公司大股东等市场主力的实力不断增强。有分析师认为，股改完成一年之后，大量非流通股开闸，这样机构持有的流通股比例就会大幅下降，在较长一段时间内，没有一家机构能够独占股市话语权，A股市场将进入多元化投资时代。

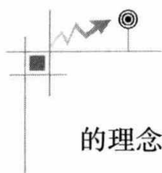
随着股改的推进，目前整个市场体系正逐步趋向有序和理性。在这一背景下，优质资产将不断进入市场，如果能形成稳定的赚钱效应，则IPO、新老划断等问题可视为一个市场利好因素。经过四年多漫长的调整，一旦股权分置、IPO、新老划断等制度性问题得到最终解决，中国A股市场将真正具备了大牛市的基础。

在“IPO新政带来的机遇与挑战”论坛上，太平洋证券副总裁熊艳表示，“在新的大背景下，如果我们现在有1万亿元的资金进入新股市场参与申购，就会带入更多的资金进入二级市场，将这个市场做得更大，将这个市场变得更加活跃。这个时候大家可以想到，二级市场的参与者会得到更大的回报。因为市场活跃了，机会也多了。”①

等“股改”全部完成后，全流通时代必将到来。全流通将赋予IPO崭新

① “资本市场盛宴开始 新股重发不会终结A股牛市”，《北京晨报》，2006年5月18日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的理念，全流通将使股价重心下移，全流通将使股价拉开档次，全流通将使大批垃圾股沦为“角股”（也称“毛股”）。后股权分置的时代将会给未来五年的中国不可避免地带来前所未有的巨大变化：

变化一：上市公司并购潮。在正常的市场经济状态下，企业并购是一种常态，也是大多数企业做大做强的必由之路。但在中国资本市场，并购之难，难于上青天，其核心原因，恰恰在于非流通股的存在，平添了一堵结实的铁门。因此，尽管“壳”的价值无限，但最终成功的并购并不多见，成功的代价也不菲。这也是最近几年中国优秀企业频频在海外资本市场亮相的重要原因。进入后股权分置时代以后，上市公司的“壳资源”在相当长一段时间内会依然紧俏，而随着《公司法》中关于并购的限制性规定被修正，上市公司控制权的争夺将成为家常便饭，代理权征集委托书收购、二级市场上竞价收购、战略投资等发达国家通行的并购手段会不时见诸于中国证券市场。股改以后，控股股东的控股比例不同程度地下降，大股东对公司的控制力度减弱，来自证券市场的收购会层出不穷。对于股权相对分散的公司来说，这种威胁性更是越来越大。收购与反收购的战役，将为中国企业的管理者提供无穷的学习机会，增长智慧和才干。

变化二：管理层激励摆上台面。在过去相当长的一段时间里，国企管理者持股（MBO）被叫停，上市公司高管的高薪酬为千夫所指。管理层激励成为谈虎色变的禁区，国企管理者常于无所作为和铤而走险之间走钢丝。进入后股权分置时代以后，一方面，治理规范的上市公司能促进自身价值上升，另一方面，潜在的并购威胁将迫使大股东和企业管理层面对共同的目标——股价。由此，上市公司对管理层的激励就成为上下一心的企业行为，管理层的更迭与高额的激励都将是未来市场司空见惯的现象。更重要的是，随着股东行为的长期化与理性化，管理层的激励目标也会同样趋于长期化，上市公司的考核目标由静态转向动态，激励机制也会从短期绩效转为长期考核。在这样的背景下，中国企业做大做强的几率上升，出现中国的“通用”、“微软”级企业将成为现实的可能。

变化三：QIFF 大行其道。中国资本市场对 QIFF 一直是爱之既深，恨之亦切。原因很简单，QIFF 既可以为中国资本市场带来巨大的活力，但也同样

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可以轻轻松松地从中国企业身上攫取让人眼红的惊人利润。不管爱也罢，恨也罢，在后股权分置时代，曾经束缚 QIFF 的潘多拉盒子已经打开，资本的逐利本性，使 QIFF 对经济高速增长的中国市场觊觎已久。但准入制度和上市公司治理结构的不完善，使 QIFF 一直逡巡不前。在股权分置及相关后续改革完成以后，中国证券市场的流通性、透明性、公司管制和信息披露要求将进一步提高，除某些产业有股权投资比例的限制外，大部分产业的资本都将开放；中国内地和中国香港乃至东南亚地区证券市场的流通性将进一步加强，中国内地资本市场与中国香港、日本东京会成为亚太金融资本中心。QIFF 这个一度若隐若现的身影，将迅速在中国经济领域成为当红明星。

变化四：金融改革步入深水区。资本与金融从来就是孪生兄弟，中国的金融风险利剑一直高悬在头顶，随着资本市场改革的步步推进，金融改革也将进入深水区。权证出现以后，大量金融衍生工具包括各种指数产品、做空机制、股指期货等的推出指日可待。同时，在商业银行上市成为现实之后，银行不良资产的处置有了更多路径，配套的改革措施将会持续出台，银行混业经营也有了更多的可能性。

变化五：产业投资基金成为现实。长期以来，资金短缺成为中国企业体弱多病的主要原因。一方面是不断堆积的庞大民间储蓄和国外游资在四处游荡寻找出路，另一方面是国家的《银行法》束缚及“赌博市”的高风险，使企业融资成为令企业、政府、银行共同面对的鸿沟。进入后股权分置时代，一方面，上市公司再融资硬性条款被取消，久违的上市公司再融资已成为可能，新融资规则的“松绑”使大集团可以通过资本市场实现跨越式发展；另一方面，对优质企业进行产业扶持、在企业上市之后套现退出的产业基金将渐渐出现并迅速普及做大。

股权分置改革鸣锣收兵的信号已经发出，但可以预期，后续的一系列关于资本市场甚至经济体制改革的更多政策，将会不断撩拨我们的视线。股权分置的深刻意义，或许真要等到五年之后，我们才可以完全弄明白。

税制改革预期

中国新一轮税制改革的序幕实际上在 2003 年就已徐徐拉开，其中两税合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



并与增值税称为这场税制改革的重中之重：

1. 两税合并。内外资企业所得税两税合并草案已于 2006 年 10 月底递呈全国人大常委会议“一审”。而“两法合并”草案在提交全国人大常委会之前，已在中央政治局常委会和国务院常务会议上讨论，并原则通过。专家学者乐观估计，“两法合并”有可能按期提交 2007 年全国人大会议审议通过。

从某种意义上讲，“两税合并”关系到整个新一轮税制改革的成败。目前，内资企业的所得税税率超过 30%，而外资企业的所得税税率只有 15%左右。内外资企业同场竞技，却不在同一条起跑线上，显然不公平。企业所得税改革一再拖延，直接拖累了增值税转型改革。而将内外资企业既有的企业所得税制合并，其改革方案的主要方向是，内资企业税负调减而外资企业税负调增，也就是内资企业和外资企业的所得税税负，将分别从两头向中间靠拢，参考其他国家企业所得税的水平，统一后的税率应设计在 24%左右。而在统一税率的同时，还应统一税基计算，将所有生产和经营的费用都列入成本，从税基中扣除，从而实现实际税率的统一。

2. 增值税调整。税制转型后，中国将实行消费型增值税，即允许扣除外购固定资产、原材料等项目中所含的税金。从微观看，增值税转型对企业来说，意义非同寻常。增值税由生产型改为消费型，最直接的好处就是企业购买原材料、固定资产等所交纳的税金可以在产品销售时应交纳的税金中扣除，即企业在购买原材料和固定资产这一环节不交税或少交税，这是实实在在减少企业负担的重大举措。

以上两项税制改革，对于企业生产经营的外部环境影响很大。如果中国不进行税改，国内企业竞争力势将削弱，而入世后，国内企业则面临更为激烈的国际市场竞争的压力。中国如果不顺应国际趋势减轻税负，还将影响吸引外资的能力，并可能促使中国企业把生产投资转移到海外，最后导致中国产业“空洞化”现象。有分析人士认为，中国新一轮税制改革实际上意味着从过去一味追求财政收入增长速度，到现在放水养鱼、藏富于民的税收征管思路的重大变化，以此刺激企业的投资欲，增强民间投资动力。而这一对于企业的实质性利好将长期直接影响中国股市的发展。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值投资预期

如果说 2003 年和 2004 年是中国证券市场新的价值投资理念和价值体系判断的第一场变革的话，那么到了 2006 年，价值投资已经成为中国股市中的最强音。传统与现实、国际化与本土国情、投资与投机交互撞击，引发了中国资本市场整体价值体系的重构。在股市的庄股时代，市场中主要是以庄家和散户之间的博弈为主，市场炒作是以股票筹码的集散方式进行，利用小盘股利于操纵的特征，制造题材来炒高股价，最终出货。而新的价值投资理念主要是通过挖掘被价值低估和未来具有高成长空间的股票，选择介入这些股票以分享上市公司未来业绩的增长。这一点在 2003 年上半年的中国股票市场上就已露出端倪，到 2005 年年底至 2006 年的大行情中更是大行其道。由庄股模式到新的价值投资转变绝不只是简单的投资方式的变化，而是中国一系列宏观面背景深刻变革所产生的必然结果，也是中国股市的一次重大进步。由于这种宏观基础的坚实支持，新的价值投资理念将成为未来中国股市的主导，并影响深远。

“纺锤形”股价型态分布，是对 2003 年～2004 年中国股市总体股价表现的一种形象定义。对 2003 年～2004 年股市，还有相类似的描述是：“二八”现象、局部牛市、核心资产、股价结构性调整、冰火两重天、两极分化、价值投资、基金主导市场等。市场人士从各自不同的视角来诠释中国股市出现的前所未有的崭新格局。所谓“纺锤形”股价型态分布，其主要特征是股价向 5～10 元区间聚集，原来的高价股群体股价整体下行，低价大盘绩优股股价整体上行，中低价、无业绩支撑的公司则呈弱市下跌之势，进而在 5～10 元价格带密集分布，形成股价结构型态上的“纺锤形”，形似于一个饱满坚实的拳头，并以此掀起一轮蔚为壮观的被市场人士誉之为“大蓝筹”的局部牛市行情。

与纺锤形相对的是“橄榄形”，呈两头尖股价分布，这是中国股市在 2003 年以前的十多年间的股价特征。这是因为，中国以往的市场波动以板块轮动为主，市场缺少形成广泛共识的估价标准，股价评估更多的是相对价值。因此，股价齐涨齐跌，难以出现分化。但这种情况在 2003 年年末的行情中被彻

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



底颠覆。统计显示，截至2003年12月28日，沪深两市1 279只股票，上涨股票286只，仅占22%；下跌股票993只，占78%；涨幅在50%以上股票44只；跌幅在50%以上股票38只。涨幅在50%以上的44家上市公司，大多是钢铁、石化、能源、汽车、交通运输等在中国景气度回升的行业，而与此相反，跌幅在50%以上的上市公司则主要集中在ST板块、历史上的庄股、重组股等。

“纺锤形”股价分布特征，我们还可以从2001年～2003年11月的A股均价走势上可以更清晰地看到。沪、深两市平均股价从2001年16元左右一路下跌至2003年同期的7元左右，在市场股价出现整体下滑过程中，并非平行下移，而是呈纺锤形态势。其中5～10元区间的上市公司比重由2001年12月的35.5%升至2002年3月的39.3%，2002年6月的33.6%，2002年9月的45.9%，2002年12月的59.2%，2003年3月的56%，2003年6月的63.6%，2003年9月、12月则分别达到65.4%和68.4%。落在35.5%至68.4%这一区间内的上市公司接近增加一倍。相反，15至20元的上市公司则由15.7%下降至2.7%，20元以上的高价股更是由5.9%下降至0.2%。因此，三年的股价结构性调整，实现了股价由橄榄形向纺锤形的整体性嬗变。

纺锤形的市场特征实际就是意大利经济学家帕累托“20/80法则”的反映，即20%的股票上涨，80%的股票下跌；80%的交易时间由20%的股票主导；80%的资金流向20%的股票中；20%股票的市值上涨推高市场总体市值。

纺锤形股价形态的形成对当今中国股市产生了强烈震撼！其实，纺锤形股价形态的形成过程自2001年年中整体股价猛烈下跌时便开始了。在漫长的跌跌不休的股价价值回归征程中，2002年的“6.24”行情应被看成是一个重大转折，以基金为主力的投资机构突然发动了力度颇强的低价大盘蓝筹股行情，当天的巨大阳线和历史天量，被当时惯于常规思考模式的市场投资者理解为久跌之后的反弹。殊不知，这是主力基金一次大战略建仓的信号！2003年年初至5月份，主力基金联袂发动了又一波低价大盘蓝筹股行情，这一次我们仍然以为是相同意义的战略建仓。主力的意图也在这一波行情进一步推升过程中被市场揣摩、解读，然后恍然大悟，主力基金的价值投资理念也开始获得市场的认同。不料，一场突如其来的“非典”疫情阻断了行情向纵深

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

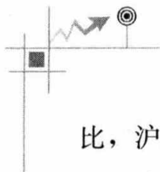
发展。但是基金倡导并发掘的新的价值投资理念却逐渐深入人心。从某种意义上说，2003 年 5 月至 11 月间大盘的深度跌势使洞察先机的投资者隐隐感到又一场基金主导的新价值投资时代正在逼近。

“6.24”行情以来基金主力一直暗渡陈仓，对沪深两市 1 300 多家上市公司进行重新评估，价格高估的被剔除，价格低估的重新进行价值发现。这一过程实质上是中国资本市场的一次全面洗牌，一次资源的优化配置，一次资本价格体系的重新定位，也是一次财富再分配重组排列。新的价值投资理念的倡导者认为，资本市场的定价体系具有相对均衡性，相对价值和绝对价值维系着这种市场均衡状态。2003 年以前的中国股票市场，不合理的定价在不规范的市场价格发现机制和环境下得以长久寄生。而新的价值投资理念则以新的价值估价标准，基于对上市公司盈利能力、未来成长性、公司竞争优势和治理水平等方面的综合判断，将 1 300 多家上市公司在“有效市场”的“信息对称”环境下全面逐一“过磅”称重。于是，被价值高估的上市公司出现巨幅下跌，实现价值回归，被低估的上市公司则是价值发现。前者主要是高科技股、重组股、概念炒作为主的庄股，后者是和中国经济高速增长高度关联的景气行业（如钢铁、汽车、石化、能源、交通运输等）的上市公司。在这一过程中，市场价值重心位移，市场均衡支点发生变动，演绎了自 2003 年 11 月中下旬开始的中国股价结构调整冰火两重天的分化现象。

大蓝筹股成了新价值投资的新宠。股价型态分布大蓝筹股是指上市公司具有持续盈利能力，具有行业竞争优势，公司治理较规范，能给股东带来较大价值的上市公司，这些公司具有中长期投资价值。而此轮行情中的五大核心资产的上涨，正是与中国经济发展处于经济周期的上升阶段相吻合的，经济增长带有明显的重工业化、消费升级、城市化和产业转移的特征，是行业景气导致上市公司的业绩变化。

长城证券的一位分析师认为，从国际成熟市场的情况看，大蓝筹公司在一国国民经济发展中起关键作用，在股票市场上则是市场中坚，它们交投活跃，成为股市中广受追捧的对象。以最著名的蓝筹股指数道琼斯工业平均指数为例，从市场收益情况来看，近 20 多年来，美国股市上扬的 80%的推动力量来自于道琼斯 30 种成份股，使它成为无可争议的中坚力量。与美国市场相

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



比，沪深两地的蓝筹股同样具有相同的特征：第一，股东红利回报稳定。第二，公司经营业绩相对稳定，蓝筹股市盈率的变动主要受市场波动影响。第三，投资者回报率较高。但与此同时，沪深蓝筹股又有美国蓝筹股所不具有的一些优势：沪深蓝筹股处于新兴证券市场，拓展的愿望和空间远远大于后者；沪深蓝筹股属于体制转型中企业，成长性更大。因此可以预期，通过投资蓝筹股分享经济成长的收益将是未来市场主要的盈利模式之一。

展望未来，中国股市大牛市仍将为"价值投资的大牛市"，其重要特征是：价值低估和价值增长的股票将不断上涨以达到合理的估值水平；价值高估和价值减少的股票将不断下跌最终也将达到其应有的估值水平。而目前的中国股市，低估和高估的股票都十分突出，但高估的股票相对来说已经较少，这从整个市场的平均市盈率已经接近合理水平可以得到验证。因此，后市大部分股票将进入牛市，其余部分仍将延续其漫漫熊途。

从 2006 年上半年市场行情看，优质股一涨再涨，绩差股反而不断向下创出新低，这充分预示，中国股市的此轮牛市是"价值投资的大牛市"，只有牢牢地捂住那些优质股，才能成为未来五年中国超级长牛市的最大赢家。目前，虽然市场已经有了较大的涨幅，但是，银行、钢铁、煤炭、电力、地产、资源等主流板块中大多数股票的估值仍低于成熟股市或者与其持平，而中国经济又一直保持世界上最快的发展速度，这说明，中国股市仍是一个价值被大幅低估的市场，未来巨大的上升潜力可以预料。所以，从战略上说，现在依然是介入股市进行中长期稳健投资的时候。但在具体选股时，应该以业绩、成长性和估值水平为重要参考依据。我们依然认为，含权、绩优、高成长股是大牛股的摇篮，也是目前的首选，中线上升空间仍将很大。

从价值投资角度看，一种更具说服力的理由是，在全球范围内，已很难再找到比中国股市更适宜的投资市场。中国这轮大牛市的创造者，当属以 QFII 为代表的境外资本。据统计，QFII 累计持股数，已从 2005 年底的约 30 亿股增加到 2006 年 3 月末的约 43 亿股，且基本是满仓操作。海外资本对中国股市的信心由此可见一斑。

需要看到的是，在过去五年间，可供投资的商品——国际石油价格、贵金属价格以及房地产价格屡创新高，其涨幅多超过了 100%，有些甚至更高，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最低的也在20%以上，全球各主要经济体的股票市场也是如此。2006年11月4日，纽约股市道琼斯指数报收在12 000点，创出六年来的新高。道琼斯指数的走高，表明美国股市已经修复了因网络股泡沫破灭而造成的创伤，走上了新的上升通道。受美国股市走高的影响，香港恒生指数也创出五年半来的新高，报收17 099点，港股市值突破10万亿港币，成为香港金融市场的一个新的发展里程碑。

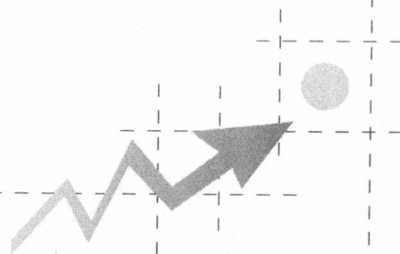
在经历了六年世界牛市后，上述市场到底还有多少投资价值，难有结论。但至少有一点可以肯定，这些市场的风险越来越大，而这些市场之所以还在上涨，更多的是资金推动。毕竟，多年的牛市，已让财富的增值捧出了更多的“热钱”。当然，急剧膨胀的“热钱”也在四处寻求着更好的投资机会。

就在全球市场“牛气轰轰”的五年间，中国股市却经历着历时最长、跌幅最深的熊市。和道琼斯指数2002年岁末就已经见底相比，中国股市过去的五年是一个失落的五年，围绕股权分置改革的讨论，耽误了中国股市整整五年的发展时间。这和过去五年中，中国经济的发展态势形成鲜明的对照。如果没有全流通这个拦路虎，中国股市不应该是现在这个状态。用机构投资人李振宁的话讲，过去的十几年，中国股市其实一直就是一个大熊市，因为从指数上看，1992年5月就已看到1 429点，而14年后，上证指数还在1 500点徘徊，不是熊市又是什么呢?

五年前，中国股市没有一家QFII，而现在有将近100亿美元已经进入；五年前，中国居民存款已接近10万亿人民币，而现在已为16万亿人民币；五年前，中国的房地产市场尚处在低迷状态，而现在仅上海的房价就涨了3倍；五年前，沪深股市成交量达到400亿人民币就见顶，而现在800亿人民币还不算多；五年前，全流通随时构成巨大利空，而现在完成股权改革的股票都在上市当天就形成填权行情；五年前和五年后，太多的方面不可同日而语。五年前上证指数能走到2 245点，五年后又如何不能走到2 500点呢？但仍然必须反复指出，未来上证指数走到2 500点不会一帆风顺，而且在指数突破1 800点之后，个股分化的情况会加剧。可以这么说，在未来五年中国的超级长牛市过程中，个股分化将始终围绕着“价值投资”这个主题来进行。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

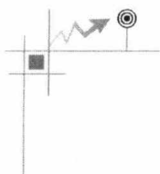
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第三章

长捂不放：股市大震荡后的思考

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



短期内大盘宽幅震荡是快速释放市场短期风险的过程，这也是保证中国股市长牛市健康发展的必要过程。类似的震荡和下跌回调将与长牛市始终相伴左右。市场尽管进行过短期调整，但有利于牛市行情延续的因素并没有发生任何改变。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大震荡市道之我见

2005 年 12 月 30 日上证综指报收的 1 161 点启动，一年后的 2006 年 12 月 29 日 2 675 点收盘，指数全年大涨超 1 500 点，而仅在 2007 年元旦前的一周就以五连阳大涨 325 点。2007 年新年伊始的股市走势，用一位不知名的股民的话来说，“股市涨疯了”。的确，很多情况下，人们在讨论某只股票后，过两天便会发现，它已经涨得面目全非了。

2005 年 5 月，股权分置改革启动，这一中国证券市场发展史上最大的制度变革终于使得股市在基础建设上开始了真正的市场化。然而，股市在 2006 年 2 月却遭遇“倒春寒”，2 月到 3 月间，大盘一直在 1 300 点关前徘徊，关于千三的拉锯报道一时间成为财经媒体的焦点。不过，这在今天看来只是一个小小的插曲，在这之后三两个月时间，股市便告别了长达五年的死水微澜，连续拔高跳空向上，重新站上 1 600 点。

那是 2006 年 5 月 12 日，也正好差不多是股改启动的一周年。这个点位以及之前的普涨行情被业界看作是自 2005 年 7 月以来的恢复性上涨行情。如果说，2006 年 5 月之前的行情真的可以表述为“恢复性”额话，那么，其后的市场则已经开始出现某种令人不安的躁动了。

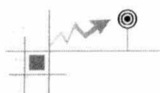
8 月 8 日以后，大盘一路冲关夺隘，进入了一发不可收拾的加速上扬阶段：上证综指从 1 547 点一路推升。

9 月 13 日，上证指数盘中冲上千七。虽然经历短暂回落，但随即拾级而上，将红旗插上千九，并在 11 月 15 日宣告已在千九脚跟站稳。

5 天后，2 000 点位大关即被突破，此后更是势如破竹。

2006 年 12 月 14 日，当人们已经开始谋划着“圣诞”、“元旦”两节的时候，股指又用一个漂亮的跳跃提前为人们送出了一份节日礼物。2 250 点，超越了上证综指 16 年来的历史最高位 2 245 点。在过去五年中国惨淡的熊市中，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



这个数字仿佛压在所有广大股民心里的一座可望而不可及的雪山，沉重而无奈。在这个看起来普普通通的日子，它被轻松地逾越了。

在历史高位，多方没有丝毫犹豫，进而加快了进攻步伐。

12 月 18 日，市场再次放量上攻，拉出近 60 点的大阳线。收盘时，上证综指已稳稳地站在 2 300 点上方。

从 2006 年 10 月以来，大盘一次又一次创出年内新高，突破历史新高的主力军就是大盘蓝筹股。中国国航（601111）回归、工行（601398）A＋H在上交所和港交所同步发行，使得往日笨拙的“大象”们开始了一次前所未有的集体狂舞。而正是由于“大象群舞”，使得上证综指就像一列磁悬浮列车一样不回头地高速前行，这硬是在 2006 年最后一个交易日将股指推上了 2 675 的点位。而这一天，中国国航、中国银行（601988）、陆家嘴（600663）相继涨停，中国股市第一股——工商银行也大涨 5%以上，创出了自上市以来的新高。盘中热点围绕各个主流板块呈现出了百花齐放之势，市场情绪亢奋，热情高涨。

中国证券市场从 2005 年 12 月开始启动新一轮牛市行情，经过整整近 11 个月的时间，上证综指才向上突破了 1 800 点这一重要的上档阻力，而期间上证综指上涨了近 800 个点。但从 2006 年 10 月工商银行登陆证券市场以来，市场出现了一波极为强劲的拉升行情，上证综指于 2007 年 1 月 27 日最高上摸到了 2 994 点，离 3 000 点的整数关仅一步之遥。短短三个月时间内，上证综指居然上涨了近 1 100 个点。

随着中国股市步入新一轮大牛市，关于它是否存在泡沫的问题，特别是自 2007 年以来，显然已经成为市场的焦点。以美国著名投资家吉姆·罗杰斯、经济学家谢国忠、左小蕾以及政府官员成思危等为首的一派认为，中国股市只是基于流动性过剩主题而炒作所谓估值，因此存在泡沫乃至引发金融危险的风险；而另一派持中外基金显居主流地位的代表性观点则认为，中国股市在过去一年多时间里只是一个恢复性上涨行情，以价值重估为首要主题的大牛市、长牛市行情的潜在上涨空间仍然非常巨大。

对市场估值的不确定性，最终导致了在上证综指 3 000 点下方持续了约 20 个交易日的盘面出现了松动和瓦解。中国股市是否存在泡沫？或者说泡沫

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到底有多大？牛市是否还会持续？如果持续的话，将是多长时间？在调整市道里，抗风险的投资策略应该是什么？如何谨防由投资市场而引发的金融危机等等，所有这些问题都成为当前市场、广大投资者迫切需要回答的问题。本书就是解答股市大震荡的书，它预测未来中国股市走势，解析中国股市趋势的合理内核，畅谈长牛市格局中选股和持股心得，告诫投资者股市陷阱和泡沫，提供有效击败大盘分享纵横市场的成功法则，同时，笔者坚定不移地看好中国股市长期突破向上的趋势。在长牛市里，不投资、晚投资或及早退出投资，都将被证明是长牛市行情的输家。为了分享中国这次空前绝后的长牛市的大红利，建议投资者：（1）集中投资于中国最优秀的几家企业；（2）一旦买入，保持投资组合至少五年不变；（3）做好充分心理准备，不论短期股市如何震荡，都对自己所持有的股票充满信心，长抱不放。

笔者认为：

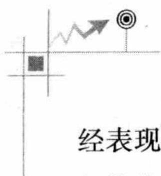
1. 一个加速拉升的行情意味着市场将迅速接近短期顶部，加速的攻击行情在创造巨大财富效应的同时也在转向反面，因此行情中出现震荡，甚至大震荡是非常必要的，短期内大盘宽幅震荡其实就是快速释放市场短期风险的过程，这将保证中国长牛市的健康发展。

2. 在中国未来为时五年的长牛市过程中，类似的震荡和下跌回调将不断发生，并将与长牛市始终相辅相成。只要中国经济的大势不改变，市场周期性短线震荡决不会改变行情的长牛市格局，趋势力量将主导行情的发展。中国本轮长牛市经过了一轮恢复性行情，现在尚处在大繁荣的前期，后市行情的发展将演化为温和震荡不断向上的盘升格局。如果没有外生性因素或力量的阻断，中国股市的牛市格局将可望延续几年。

3. 中国股市的长牛市格局是一系列重要因素合力作用的结果。从宏观面上看，当前宏观调控已初见成效，后续将以温和市场化手段为主。宏观经济的持续快速增长及上市公司业绩逐步改善，为股市长牛走势奠定了坚实的基础。而股权分置制的重大变革及对人民币长期升值的预期带来的国际、国内流动性充裕，为A股的长牛市提供了重要动力。

4. 各路中外投资基金建仓速度加快等迹象，从侧面反映出流入过快的资金已经使投资者无暇对公司的基本面进行充分有效的分析，相当多的股票已

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



经表现出疯狂特征，市场必定对这些个股进行再梳理和重新选择，价值挖掘行情将在今后一个很长时间内不断深化。人民币升值、消费升级和产业升级是未来几年中国经济增长的最为重要的特征，也将成为中国长牛市过程中贯彻始终的最重要投资主题。

5. 股市在不断创出新高，震荡幅度明显加大，投资偏股型基金相对于单纯投资股票不失为是一种风险相对较低的投资方式。选择基金最根本的理由是对基金公司投资、研究实力的信任。基金投资最优策略是：选择绩优基金＋长期持有。

6. 截至2008年北京奥运会期间，上证指数将达到历史上次高的年平均复合回报率点，2010年底或2011年初将攀上历史巅峰。股市在繁荣，风险在累积。紧随2010年上海世博会的曲终人散，中国历经数年的房地产价格暴涨、石油价格暴涨、黄金价格暴涨、股市暴涨，以及人民币大幅升值，将引发国内外巨额资金因丰厚的红利兑现而大规模撤退，从而有可能引发中国股市的长期下跌。为此，中国政府应未雨绸缪，有针对性地作出制度性安排，以防亚洲金融危机悲剧在中国的重演。

7. 在中国长牛市市道里，当投资者具备了对抗主流的智慧，投资机会就会大大增加。这种对抗主流的智慧就是：必须有能力在大众疯狂地买进时卖出，在大众疯狂地卖出时买进，甚至在事情似乎越来越好的时候抱持一种怀疑态度。这就是投资心理学。良好的投资心理包括：(1) 用平常心来看待长期盘升途中的短暂回调，每一次回调，都是果断逢低吸纳的好机会；(2) 集中投资于中国最优秀的几家企业，一旦买入，保持投资组合至少五年不变；(3) 做好充分心理准备，不论短期股市如何震荡，都对自己所持有的股票充满信心，长抱不放。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

震荡市里投资基金老总们“不卖”暗藏着什么玄关

上证指数 3 000 点关前连连受阻。然而，对那些投资手持千亿元的投资基金来说，2007 年 1 月下旬开始的连续大幅调整，终于有一种如释重负的感觉。下跌虽然痛苦，但和失去理性的狂涨相比，调整还是起到了稳定市场的作用，在一定程度上化解了过快上涨给市场带来的金融泡沫的危险性，以及操作上的无所适从。

一位在调整市道里基金净值损失较大的基金经理说话时声音却十分轻松，“前面涨得确实太快，把净值中的泡沫调下来是好事啊”。

就在大势下调前，多数境内外投资基金经理的心态还是很矛盾的。一方面，市场普涨把股市推向狂躁，作为经受过市场洗礼的投资基金经理普遍认同当前的股市已经出现了局部过热，但对后市长期增长的坚定信心又使大家不愿意、也不敢轻易减低仓位。因为在中国，投资渠道不多，证券市场的蓝筹股供给又严重不足，在这种情况下，基金重仓的个股目前仍是市场相对稀缺的品种。基金经理们担心一旦在调整市道里减持筹码后，很快就需要以更高的代价买回来，或者从此就根本买不回来。

“调整是好事，是对不理性因素的消化”，中邮基金副总经理王文博给一位担心净值损失的朋友解释。王文博认为，调整不会对市场的整体向上走势构成任何改变，只会使市场更加稳健。他认为，绝大多数基金经理都会继续采取“买入持有”策略，因为在板块轮动加快的情况下，基金一般不会跟随市场节奏频繁调仓，但为了应对未来市场更大的波动，应该适当增加一部分防御性品种。

新世纪基金投资总监向朝勇在调整时心态很好，大有“另一只靴子落地”后的感觉。他认为，调整不会影响基金经理的操作思路和仓位配置，有些市场一致看好的个股的调整可能创造买入的时机。“我们所要做的其实很简单，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



就是投资最好的上市公司，克服恐高心理，充分分享这种增长”。

其实 2007 年 1、2 月间的调整是在基金经理们的预期中到来的，在受访的基金经理中几乎没有人因此而调低对后市的乐观看法。

——基金鸿阳：此轮 A 股市场牛市的起因和维持都取决于股改和汇改，只要这两个根本性的制度变迁因素没有消失，此轮牛市就不会结束。

——基金同益：经历了大幅上涨之后，目前市场的估值水平已经和国际市场接轨，多数公司处于估值合理的区间，市场短期的风险较前期有所增大。但基于对市场中长期的乐观看法，我们认为市场的风险将更多体现在行业和个股的分化走势上，而非指数的大幅下跌。

——光大证券：中国曾经正处在资产重估大潮的起点上，尽管现在已经不在起点上了，但是我们相信这个资产重估浪潮并没有结束，并且远没有结束。这种重估表现为各种资产价格的重估，而不仅仅是股票价格的上升。

——东方证券：如果考虑到 A 股高达 20%以上的盈利增长、税制改革、人民币升值等因素，股市财富效应将进一步显现。

——国泰君安：大盘短期内存在着调整压力，但如果说大盘现在就要泡沫破裂，那还为时尚早。

——银河证券：大级别调整条件并不成熟。2006 年 12 月以来，由于工商银行、中国银行等超级大盘股大幅上涨，加上今年元旦以来个股的全面、快速补涨，整个市场的静态市盈率已经达到 33 倍，2007 年预测市盈率为 26 倍，由此显示出市场估值水平已经偏高，推动大盘上涨的动力减弱，局部蓝筹泡沫和结构性成长透支十分明显。如果今后上市公司的业绩不能同步大幅提升，那么这种估值水平是很难长期维系的，要知道再优秀的企业也需要实质的业绩以及年底向股东送出实实在在的高额回报作为支撑。

——融通动力先锋基金：中国股市不可能再次经历一次像 2001 年那样的痛苦调整。如果说 2001 年之前的那波牛市缺乏基本面支持，那么，2005 年以来中国迎来的这波牛市行情，则是由上市公司盈利水平和成长性提供强有力的支持的，这使得 2005 年以来的行情与 2001 年之前的牛市存在着本质上的区别。如果说市场存在获利回吐压力，但要出现类似 2001 年后的大调整情况，其概率几乎是零。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

——富国基金：尽管A股经过2006年从头到尾、冠绝全球的强劲上涨，2007年资本市场不会出现类似1993年和1996年大牛市后的大幅调整，因为现在的资本市场的基础已经今非昔比，资本市场已经可以实现可持续发展。

2007年1月底在北京召开的华安基金机构投资者年会上，面对机构持有人对市场的担心，华安基金的几位明星基金经理给出的回答是：如果不想错过股市的黄金上涨期，买入持有、不判断顶部是最好的方法。

"卖还是不卖?"

"不卖!"

这是多数中外投资基金经理的普遍心态。华安基金的基金经理认为，在2007年出现20%～30%的调整幅度是正常的，投资者需要提高风险预期，而基金经理应该稳定自己的心态。在流动性溢价、人民币升值、人口红利趋势不改变的情况下，每一次调整都可能成为投资的机会。

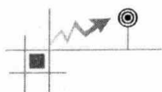
基金"不卖"现象至少说明了投资基金经理的以下几个重要思路。

第一，所谓震荡是短线的。在证券市场中，当行情温和震荡上升的时候，行情的运行是十分良性的。但一旦行情出现连续的加速拉升，就意味着市场将迅速接近中期顶部，加速的攻击行情在创造巨大财富效应的同时也在转向反面，因此充分的震荡是非常必要的。短期内大盘的宽幅震荡其实就是快速释放市场短期风险的过程。

第二，有利于牛市行情延续的因素并没有因为短线震荡而发生任何改变。在人民币升值的预期下对中长期资金仍然有较强的吸引力。从全球视野看，凡本币升值都将给一国资本市场带来价值重估的重大机会，而且中长期升幅更相当可观，这将鼓舞外围资金源源不断地流入该国股市。正因为如此，不管中国短期股指如何调整，也不管调整幅度有多深，只要做多的氛围尚未发生根本改变，牛市行情就不会终结。而期间的每一次调整都是为了更加踏实地上行。

第三，市场主力对中国牛市的乐观投资态度没有因为短期震荡而发生任何改变。招商证券赵建兴认为，本轮行情的基础，上市公司盈利的高速增长和中国经济长期高速平稳增长，将带来中国资产价值重估的机会。充沛的流动性支持仍然牢固。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



中信基金首席策略师王江平认为，从中长期看，中国股票市场具有良好的投资机会。这是因为，无论从上涨空间还是上涨动力方面，中国股市依然是个牛市。如果说2006年推动市场上涨的四个核心因素分别是股权分置改革、新股发行、业绩推动和估值水平提升，而这些因素在2007年，甚至在未来五年将依然存在或者进一步深化。

“牛市趋势已经形成，目前市场的震荡不能改变这种趋势。”大成价值增长基金经理杨建华如此表示。杨建华认为，全球流动性泛滥，中国经济强劲增长，企业盈利持续不断上升，人民币升值的趋势不可避免，股权分置改革基本完成，新一轮的税改计划又将拉开序幕。这些因素至少在未来在一两年内还看不到扭转的迹象。但随着全流通的实现和市场越来越开放的局面，一些外部因素也将比过去更值得关注。例如，境外投资者对中国公司独特价值的判断，实业投资者眼中公司价值的判断，投资银行家眼中公司价值的判断，以及赚钱效应带来的市场乐观情绪、奥运会的即将举办等等。

国泰君安证券研究所于2007年1月进行的一项问卷调查显示，绝大多数投资机构仍然对股市行情充满信心。七成多被调查者认为，大盘指数将继续上攻，有近半数被调查机构目前仓位超过80%。在具体点位上，接近45%的受调查者认为，2007年上证综指将突破3 000点，而近三成机构认为上证综指将突破3 500点。仅有17%的机构认为大盘将出现幅度在5%以内的盘整，看跌的机构则不足7%。

此次参与调查的机构投资者共320家，具有较高代表性，其中来自基金管理公司、证券公司、私募基金和保险公司的比例分别为28%、20%、11%和8%。

就在2007年1、2月间大盘处在大幅调整的当口，由《上海证券报》和理柏中国联合推出的QFII中国A股基金月度报告，给我们上面的“卖还是不卖”话题作出了最有力的回答。报告指出，尽管股市大幅上扬，QFII中国A股基金买入A股股票的速度和仓位在2006年年底双双加速。截至岁末，7只大型QFII基金的平均股票仓位超过97%，抵达历史以来的最高峰值。上述QFII基金的资产也首度突破了300亿元。

日兴黄河基金和日兴黄河II号基金两只QFII基金的仓位在所有QFII基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金中持仓水平最高，两只基金的期末仓位分别为惊人的 99.50%和 99.60%。这个水平相比上一期末分别上升了 3.5 个百分点和 3.6 个百分点。

另外，摩根大通中国先锋 A 股基金的 A 股股票仓位也达到了 98%的高位，相比上一个月末上升了 2.3 个百分点。马丁可利中国 A 股基金的股票仓位达到 96%，一个月中，仓位提升了 4.4%。可见，上述基金的持仓水平全面抵达满仓的临界线。

而更令人惊讶的是摩根士丹利中国 A 股基金。这只在纽交所挂牌的 A 股基金，在 2006 年 12 月的股票仓位增长达到了 15.5 个百分点，其持有的 A 股股票和基金的合计仓位累计达到 96.20%。尽管已经看多了 QFII 买卖 A 股的乐观操作，但是其加仓态度之坚决还是让人有些出乎意料。

除了基金管理人的持续加仓以外，基金管理资产的不断升高也是让 QFII 影响力不断增加的原因。统计显示：7 只 QFII 基金的资产净值在 2006 年 12 月均出现巨幅增长。规模最大的 ishare 新华富时 A50 基金的当月资产扩大 32.54 亿元人民币，月末资产达到 142.06 亿元人民币，与半年前相比增长接近 1 倍。期间，基金规模也明显超过同期的市场涨幅。

另外，荷银中国 A 股基金资产增加了 4.13 亿元人民币，摩根大通中国先锋 A 股基金增加 4.7 亿元人民币，两只日兴黄河基金的规模合计增长了 8 亿元人民币以上，马丁可利中国 A 股基金一个月中增长了 5.7 亿元人民币。

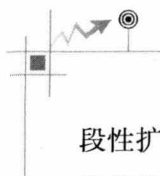
总计起来，进入统计序列的中国 A 股基金的规模已经上升到了 300 亿元人民币，相比上一期增加了 60 亿元人民币以上。

暴跌：一次调仓或买入的重要机会

对于 2007 年的中国股市走势，我们的研判是：

1. 中国证券市场正面临着一个前所未有的良好环境，中国资本市场步入一个黄金发展时期。同时，由于 2007 年市场存在诸如经济外部需求波动、阶

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



段性扩容压力释放、制度创新等不确定性因素的影响，我们预计 2007 年市场震荡将显著加剧，整体市场运行趋势呈宽幅震荡上行格局。

2. 2007 年 1 月底以来 A 股市场调整是健康、正常的。这场调整，笔者早在 2006 年初写的《大财五年：抓住你一生中最好的投资机会》一书里就已经脉络清晰地预测到了：

"2007 年初至年中的某个时段，中国股市可能有一次短暂但很剧烈的下跌，特别是当央行为过热经济可能再次收紧银根时更是如此。但我们认为，如果真有这样的下跌，周期应不会太长，这只是一次超级长牛市途中的一次千金难买的重要技术调整，此次调整是为了发动更大行情作准备的。"①

笔者维持在《大财五年：你一生中最好的投资机会》的原判，并进一步认为，经过此番调整后，更多的市场机会将会出现。预计此次调整时间不会太长，幅度也不会太深。大盘有 20%～30%的回调已经足够，但金融股的调整幅度可能会更大些。从循环周期角度看，1 月底开始的这波调整的合理长度应该在 2～3 个月，反弹后可能继续调整，然后慢慢形成相对的大底。因此建议投资者除非打算长期持有，否则应分批减持，2～3 个月之后再逐步介入。

3. 没有直接原因支持市场的连番巨幅下跌。下跌的根本原因是股指在达到一个相对较高的水平后投资者的心态变得非常有些脆弱，市场中一旦出现风吹草动，多杀多的局面很容易出现。笔者甚至认为，2 月 27 日中国股市最大一次跌幅是海外共同基金联合采取行动的一场阴谋，采用股市中惯用的造谣伎俩，形成市场恐慌，然后再行打压股市之能事。其目的只有一个，那就是赚取廉价股票筹码。但这决不是一次国际游资大撤退，反而是乘乱象之际队中国内地股市的一次高歌猛进。但这一次市场始料未及的跌幅，却歪打正着地夯实了大盘根基。我们相信，接下来这种波幅较大的暴涨暴跌还将不断出现，大牛市走得越远，市场的波动和震荡就越大。为此，长线投资者应做好足够的心理准备。对于如何防范这种巨幅波动的风险，首先应保持一个冷静的心态，切忌追涨杀跌，在暴跌之时不要慌张，而在暴涨之时也不应急于追进，尤其是那些估值比较高的品种。通过合适的持股也可以回避很多波动

① 参见程超泽：《大财五年：抓住你一生中最好的投资机会》，北京：北京大学出版社，2007 年 1 月。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

风险。而更重要的还是应遵循价值投资理念，在当前长期看好而短期大幅波动的市场中，选择抵抗性良好的品种作为配置对象。

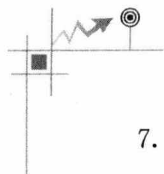
4. 股市暴跌为市场提供了一次大浪淘沙的机会，对于股价虚高的股票往往将其光环洗掉打回原形，而对于真正有价值、有题材、有发展的股票反而是一次“淘尽浮沙始见金”的重大洗礼，股市的调整将真正的黄金般投资机遇展现在眼前。

股市暴跌也给市场投资者提供了一次调仓和买入的重要机会。我们反复强调，与未来巨大的上升空间相比，现阶段的任何调整都只是中国资产长期牛市中的一个小波折，都只是给投资者提供逢低增持优质资产的机会。在大跌之后继续恐慌抛售，甚至采取退出市场的策略，绝对不可取，过多考虑10%的调整空间可能使投资者失去持有未来3年上涨100%股票的机会。对于牛市信念坚定的投资者而言，这次调整将提供一个非常好的逢低买入优质资产的机会，例如金融、地产、食品饮料、商业零售等。对于行情中表现较好的资产注入与重组板块，在市场完全起稳后再考虑重新介入则更为稳妥。

5. 在当前国内市场流动性充裕的情况下，只要没有大的利空政策出台，牛市不会停步。到2007年年中，又新增了更多优质公司，令整体市盈率降低，同时市场也积攒了一定的能量，相信A股将迎来更大的牛市。2007年的高点会在哪里？没有人能回答。但经过这次级别较大的调整，笔者非常相信，我们将在2007年看到4 000点的高点。笔者有一个观点，即没有最高只有更高。因为在2007年的A股市场里可以预见的机会实在太多，不管是人民币升值、经济继续良好快速发展这两大现实背景，还是奥运、3G、数字电视、新股发行上市、大规模的重组并购等，这些题材都可能让如今身处股市里的投资人应接不暇，只恨资金太少。这自然会吸引场外资金源源不断地流入股市，市场创新高将是一种必然趋势。

6. 市场轮动脉络将在蓝筹股与成长股之间取得平衡，资金将在相对估值泡沫与估值洼地之间展开轮动，股市也将在成长与蓝筹股估值的交替提升过程中呈现螺旋式上升趋势。当成长股的估值提升速度超越了业绩增长速度时，市场资金转而青睐蓝筹股，一旦蓝筹股出现全面泡沫，市场资金又将逐步流向估值偏低的行业与板块。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



7. 总体投资策略是：

——“战略布局，趋势投资，坚持成长，主动调仓”。战略布局思路的出发点在于：一是投资战略性品种，二是更长期持有。在牛市中，选对品种、长期持有肯定是最赚钱的策略。

——在牛市中做坚定的“趋势投资者”。只要市场整体运行趋势未见实质性改变，就应该维持高比例仓位持有策略，但原则上不因市场短期波动做大的主动性仓位调整。虽然预期2007年市场震荡的幅度和频率都可能加大，但在长牛市的预期下，无法准确判断短期调整的时间和幅度，因此，在风险防范上将放弃主动性仓位调整，而应从个股投资品种上进行风险控制。

8. 在股票配置上采用平衡策略以提高组合的抗风险能力。比如调整持股结构，不过分集中于特定的投资热点；风格上适当增持中小盘成长股而规避一些估值过高的大盘。为了进一步提高组合的安全边际，精选个股稳步建仓是取胜之道，2007年市场会有一些事件性的影响，比如3G上马、奥运临近、所得税并轨、新农村建设、滨海开发、铁路和电网建设等，所有这些都将进一步带来新的投资机会。而人民币快速升值，将始终是2007年乃至未来长牛市（如果有的话）的一个长期主题。

9. 投资者不妨关注那些具备长期业绩参照的精品基金。考察一只基金的业绩，不能单看基金的短期表现，要综合考察这只基金在牛市、熊市和调整市中的综合表现，进而判断其是否具备获取持续稳定收益的能力。

震荡市里股民必须要做的几件事

2005年年底发端的本轮大牛市行情共出现过的三次巨型震荡，均在2007年，分别是“1.31”、“2.27”和“4.19”。对市场估值的意见纷呈、莫衷一是，是导致三次大震荡的“元凶”。笔者非常相信，今后，多空分歧将始终伴随大盘战战兢兢地前行，大成交、大震荡将是一种常态。大盘越是碎步盘升

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

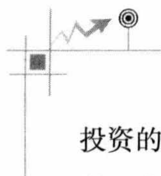
向上，市场投资者的心态矛盾就越大。迷茫的不仅仅是散户，从基金年报和最新季报，以及券商研究报告等中我们不难发现，机构对不断上行的大势也抱有警惕。于是，市场变了：一方面，股价处在历史高位，一有风吹草动，抛盘就如潮水般涌出；另一方面，牛市的车轮滚滚向前，虽然震荡在加剧，但仍看不到牛步停歇的迹象。但作者想要告诉投资者的是，与其被大盘走势长期折磨得不成人样，毋宁“长痛不如短痛”，做一次“遵义会议”式的总结和沉淀，而沉淀则是为了更大踏步地走向万里长征。为此，笔者建议，投资者必须要做如下几件事情：

1. 将思维不失时机地矫正到“中国超级长牛市”的正确轨道上来。中国证券市场经过 2006 年历史性的转折之后，其长期繁荣才刚刚开始。长牛市反映的是当下中国经济的四大现象：一是人民币升值是对中国股市的最直接和最重要的传导效应，即以人民币计价资产的全面重估和整体升值；二是全球性资本充裕而引起的严重泛滥，人民币升值更导引了全球资本泛滥向中国的涌流；三是股权分置改革给中国股市带来的巨大制度变迁效应必然在市场运行中的反映；四是中国经济还将长期高速成长，以及由此引发的对行业和上市企业绩效的大幅增长的预期。上述四个方面因素的交织作用与叠加效应，不仅是中国股市由熊转牛的主要原因，也将是中国股市走向超级长牛市的现实和潜在源泉。

2. 用平常心来看待长牛市途中的涨涨跌跌。中国本轮牛市经过 2006 年一轮恢复性行情后，现仍处在大繁荣前期，后市行情的发展仍将以温和震荡不断向上作为主基调。如果没有内外生灾变式的因素或力量，中国长牛市格局将可望延续好几年。作者的观点是，直到 2010 年年底或 2011 年年初结束。由于市场投资机构和投资个体的心理是各异的，它们的合力作用有可能因巨大财富效应的不时兑现而相应造成股市的震荡，甚至大幅调整。而震荡不但能使市场短期风险得以释放，更重要的是，它是保证中国股市长牛市健康有序发展的一个必要条件。类似的震荡和下跌回调将与中国这轮长牛市始终相伴左右。但不管市场短期如何调整，从我们为期 5 年的趋势预测看，有利于长牛市行情延续的因素不会发生改变。

3. 坚决摒弃因为惧怕输钱而轻率作出放弃中国长牛市的投资或提早退出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



投资的错误决策。因为以什么样的视野和高度去看待中国这轮一生中可能只遇一次的长牛市格局，将决定你今后财富的多少和生活的幸福与否。在长牛市道和巨大财富效应面前，任何裹足不前和优柔寡断，都会使你坐失一生中最好的历史性投资机遇！

4. 一旦认定中国股市这一长牛市格局，坚决做一个中国价值投资的“麦田守望者”，尽管守望是孤独的，有时甚至是十分磨人的。用巴菲特的投资眼光和选股原则，精选长牛市道里能收益翻十倍、甚至翻更多倍的大牛股，然后在价格相对低估或调整市里不失时机地买进。一旦买入，就长久地照看好集中持有的那几只股票。只要中国股市不发生系统性恶化，保持投资组合至少几年不变。如可能的话，持股越久越好。同时也要做好充分的心理准备，始终不被短期股价的波动所左右。因为孤独和有勇气的守望定能使你日后必将得到厚报。

5. 真正认清这轮超级长牛市的起因及其主轴。笔者曾特别撰文要求投资者长期关注在长牛市道里人民币升值这根主线条。我们说这正是本轮长牛市的最大、也是最根本动因。2007 年 4 月 10 日，投资大师罗杰斯甚至语出惊人地预测，在未来 20 年里，中国的人民币对美元可能升值高达 500%。相比 2005 年 7 月 21 日中国开始汇率机制改革以前的水平，目前人民币对美元汇价还刚刚累计升幅了 7%左右。人民币升值将全面提升以人民币计价的资产价值，比如拥有人民币资产的房地产、拥有矿山资源的煤炭、金融业和拥有地产资源的商业企业；外汇负债率比较高的企业如航空、贸易等以及原材料或零部件进口占比较高的行业如造纸、钢铁、轿车、石化、航空等。在人民币升值的大背景下，我们特别看好银行股。如果投资大师罗杰斯的上述预言能够兑现，那么可想而知，专门经营人民币的银行所产生的溢价将会是多么巨大！

6. 由于市场是无效的，投资者即便在一片歌舞升平的长牛市道里，也要牢牢紧绷一根投资忧患意识的弦。除了上述要求遵循价值投资法则外，他们应同时坚守风险投资原则：（1）如果你想稳健投资，就永远布局优质的蓝筹股；（2）坚决将在股市中已盈利部分及时落袋为安，用本金来进行投资；（3）永远都不要满仓，至少留下三分之一的资金在股市大调整里逢低补仓；（4）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

勿庸讳言，基金肯定比你投资的更稳健、更安全，因此为了稳健起见，你还需留出一部分资金用来投资基金。和持有股票一样，要么不做，要做就要做一个长期持有的基民。更不用说，长牛市终有“盛宴结束的一天”。

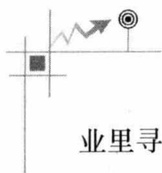
在震荡市的焦躁中需要一种投资心理情商

大盘在不经意间顶着调整的压力不断碎步前行，这一走又是三百多点。从图表上看，日K线排列几乎拉成了一根直线，不调整，不加速，也不发散，这就是最近的中国股市现状。如果场外政策环境不出现明显改变，股市可能会在目前不变的条件下一直运行下去，形成一种碎步小阳、慢牛逼空行情。然而这种推高方式却让众多市场投资人很不放心，他们忐忑不安地等待着那只靴子掉落下来，市场的焦躁情绪可见一斑。

然而，如果市场投资人都能意识到中国股市正处在一个伟大的投资时代，那么他们便丢在这个超级长牛市里，用投资大师巴菲特的投资眼光，精选能翻十倍的大牛股。一旦低价买入，便长久地照看好集中持有的那几只股票；只要长牛市系统性因素不变，保持投资组合不变至少数年。他们做好充分的心理准备，始终不被市场短期波动所左右。当无数单个投资人的心理定势集合起来，将推动整个市场的买卖意志和行为，从而对有效市场的生成形成合力作用，这正是当今在中国震荡的焦躁股市中需要提倡的一种投资心理情商，这种心理情商是一种睿智，一种勇气，一种远见，是一份坚毅的持股耐心，而投资者得到的比将是坚持数年的厚报。

有效市场理论的信徒应该越多越好。正是由于市场中有一大批这样的人的存在，他们才会以理性的投资思维方式和投资行为来对待这个投资市场，用理想的低价买入优秀企业的股票。从长期看，企业的股价一定会将企业的内在价值反映出来。时间是素质优秀企业的朋友，是低劣欺诈企业的敌人。作为市场投资者，他们所做的事情非常简单却又必不可少，那就是在不同行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



业里寻找能在未来十年、二十年，乃至更长时间里存活下来并有较高成功确定性的企业。一旦拥有这些企业的部分股权，这些投资者的财富将随着这些企业年复一年的高速成长而暴涨。因此，投资人唯一要做的就是专注于优秀上司公司标的的甄别和精选，用怀疑一切的眼光看待这些企业的报表和公告，在确信成长企业的情况真实可靠后，进一步了解其管理层对该行业的看法以及对企业的规划，了解管理层是否团结、是否正直诚实、是否是可以长期值得信赖的标的对象。在中国，真正优秀上司公司需要具备以下一些要件：

1. 每年能增长 15%左右。中国的 GDP 年增长率每年可以达到 9%～10%，而国内很多行业的增长速度远远高于这一水平，例如奶制品行业每年可以增长 30%，商业零售可以增长 20%之多。

2. 除了历史业绩，优秀公司还应具备：良好的管理层；足够长的成长或景气周期；企业核心竞争力，包括技术、管理、品牌、营销以及成本控制等因素；所处的行业是需求稳定增长，而不是暴起暴落；有良好的业绩和分红记录；估值水平非常便宜。

3. 在中国特殊背景下，具有价值投资空间的公司应该是：与中国宏观经济发展相呼应的，并受益于“十一五”规划的；受益于人民币升值，其资本、人力、产品价值都会因此得到提升的；重大题材带来的投资机会；实质性资产重组。

当归纳一切定性的资料后，投资人还需要量化指标，依靠国际通用的价值评估体系计算出企业的内在价值。他们还需要将企业的市场价格和内在价值加以比较，若市场价格远低于内在价值，比如只有内在价值的一半或者更低时才会考虑投资。否则投资者就绝不应该轻易仓促作出投资决定，而应有足够的耐心来等待一个真正理想市场价格的出现，就像狮子潜伏在草丛中静静等待着最佳出击的时机一样。他们宁可错失，也绝不冒进。在资本市场中，“活下来”应当成为投资人永远而首要考虑的，而珍惜本金就像珍惜自己的生命一样。因此，可以说控制风险就是一切投资的灵魂。也正是从风险控制这个角度考虑，他们理应喜欢在大牛市道里的调整，如果能大调整，那就更好，因为只有在低迷、阴冷的调整市里，投资人才能从容不迫地享受低价买入的快感，因为只有足够低的价格才是抵御一切风险的法宝。当然，投资人也同

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

样为不断攀升的牛市而感到欢欣鼓舞，在沸腾、喧嚣的市场里，他们将享受在调整市道里低价买入股票的价值回归的充分乐趣，直到价格对价值完全透支为止。

一旦确定买入，投资人就应该遵循集中投资、坚定持有的策略，即集中投资于最优秀的企业。风险的控制不在于投资标的的分散程度，而取决于投资标的真正的内在价值。真正好的企业就像钻石一样稀有，投资者一经发现，即重仓投入；一旦买入，即长捂不放、坚定持有，直至企业的股价最后透支未来的成长。基于此，投资者不应在股市里进行频繁的进出交易，因为累积起来的高昂的交易成本将消蚀好不容易获得的盈利。

总之，在长牛市里，投资人追求的是一种特殊的生活方式，在这种投资生活里，他们不预测价格，不猜测结果，不忧心忡忡于各种事件的发生，当然也包括突然而至的市场调整，甚至深度调整，因为他们坚信，一切坏的事情都将结束，明天将变得更加美好。世界历史表明，即便像二次世界大战这样的重大事件，也最终没有阻遏道琼指数上扬的步伐。更重要的是，投资人应坚信自己遵循的是价值投资理念。正是对价值投资那份始终不渝的执著坚持，多少年后，当投资人回头再看这段历史时他们一定会发现：当年自己坚信中国正处在一轮超级长牛市起点的心理情商，已经促成了他们一生中最辉煌的投资机遇。如今，他们已可以站在山峦之巅，一览众山小了。

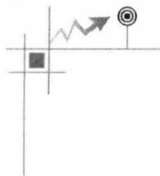
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第四章 寻找收益翻十倍的长牛股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



以什么样的视野和高度去看待中国这轮长牛市格局，决定了投资者今后的财富结果。在长牛市道和财富效应面前，裹足不前只会痛失一生中最好的历史性投资机遇！用巴菲特的投资眼光和选股原则，精选长牛市道收益能翻十倍的长牛股。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

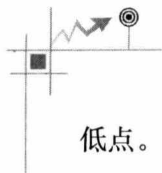
我的“超级长牛市”的观点没有变

本轮行情从2005年发端以来，市场反复在言及“到顶”的问题。早在2005年初上证综指到达1 300点位的时候，就已经有胆怯的资金退场，认为大盘已经涨到顶部。到了1 900点时，市场出现更多的兑现资金。当大盘被疯狂地推升到2 700点位时，时间已是2007年1月初。到2007年1月底，大盘已上攻到3 000点附近，并在2 994点戛然而止。2007年2月23日是春节长假前的最后一个交易日，股市延续这一时期的强势惯性，终于突破3 000点高位，虽然在3 000点位的站立时间不长，但市场突破3 000点位的冲动欲强烈。2月26日，是中国农历年后开市的第一天，上证综合指数又以3 018.18点跳空高开，并在汽车、医药、航空等热点带动下一度冲高至3 036.35点，从而再次创下了本轮行情的历史新高。我们之所以不厌其详地描述一次次的新高被攻克，是为了表明“是顶不是顶”的观点。

“是顶而并非顶，是头也非头”。虽然走笔至此，A股已处在了深幅大调整阶段，但我们仍然坚信不移这个“是顶不是顶”的观点。未来，一个个高点将被不断刷新，也将一次次被证明为不是终点，而是多头市场的一种必然反应。我们坚信中国股市“黄金五年”的判断，而现在，股市的大繁荣才刚刚拉开帷幕。在历史性大繁荣面前，判断失误以致裹足不前，只会丧失历史性的大机遇！

在这一跨度五年的超级长牛市过程中，牛市的前进脚步不会一帆风顺，螺旋式上升、波浪式前进将成为必然趋势，反复的短线调整将始终相伴存在，难以规避。有时受国内外社会、经济或政治形势影响甚至还会有剧烈的震荡。但“青山遮不住，毕竟东流去”，市场长期向好的趋势将不会改变。股指每一次出现回调导致的蓝筹股阶段性调整，都将是投资者逢低吸纳的大好时机，调整也将为相对宽松的国内外资本源源不断地进场提供不可多得的阶段性

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



低点。

对中国股市“黄金五年”形势的研判

中国股市的长期繁荣才刚刚开始。以什么样的视野和高度去看待股市，会决定投资者今后的财富结果。未来五年，中国牛市将制造出许多的百万、千万、亿万富翁，我们应该振奋精神，全面备战，积极行动，迎接盛世中国、盛世财富的到来！在长牛市市道面前，裹足不前只会痛失这一生中最好的历史性投资机遇！用巴菲特的投资眼光和选股原则，精选长牛市道收益能翻十倍的大牛股，然后在价格相对低估的时候买进。坚定看好人民币升值受益板块、机械装备板块、自主创新与消费升级优势板块。一旦买入，就长久地照看好集中持有的几只股票。我们建议，只要股票市场不发生系统性恶化，保持投资组合至少五年不变；可能的话，越持久越好。同时做好充分的心理准备，始终不被股票价格的短期波动所左右。

中国股市作为整个国民经济体系中举足轻重的一极，已经步入了长期健康发展的快车道，其“晴雨表”功能也将不断得到真正体现。在未来不断向上突破的大牛市道里，出现调整甚至大幅调整，都应被看作是正常的技术回档和修正。只要中国经济长期向好的趋势不变，那么，支持股市长期上涨的动力将始终存在。当然，随着股指不断攀升，泡沫化难以避免，因此也可以说，未来几年，A股必将在“泡沫化”的长期争论中不断前行。但有一点可以肯定，那就是，中国股市的长期繁荣才刚刚开始，投资者现在就裹足不前，甚至轻言退出市场是愚蠢的决策和行为，只会丧失一生中最好的投资机会。

显然，中国未来五年的超级长牛市是一系列经济增长因素“合力”作为重要推手的。

1. 中国经济于1992年进入工业化进程的初级阶段；1999年进入工业化进程的成熟阶段；2010年左右进入工业化国家的行列。根据日韩等亚洲国家

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

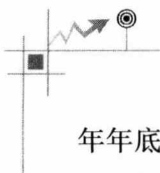
发展经验来看，工业化成熟阶段的两大特征（一是经济依然会高速增长；二是技术密集型的产业主要是各种机器装备制造业开始快速发展），我们完全可以作出“中国工业化进程已进入关键性阶段”的重要判断。而中国作为世界工业制造基地进程的发展加快，新农村运动的方兴未艾，城市化进程的加速以及国内庞大消费市场面临全面升级等因素，加重了我们对这一判断的砝码。

2. 中国正迎来股权分置后改革时代，表现在：政策与制度变革的力量；股权激励、资产注入；严厉监管下更良好的公司治理和诚信；大盘蓝筹股注入新鲜血液；金融创新产品不断出现，为不同的风险偏好者提供了更多的选择权；券商——中介机构大治之后活力再现；机构——投资主体队伍的跨越式壮大；QFII——走向国际化的需求方；国务院批转证监会关于提高上市公司质量的意见；八个部委联合清理大股东占款问题。总之，无论是上市公司的数量、质量，还是资本市场的参与者，都将在这个市场里获得长足的发展。金融创新更为中国资本市场的长远发展打开了广阔的空间，使得证券市场能够满足各类不同风险偏好投资者的需求。更为重要的是，参与市场各方利益主体的共同基础变大了，有了共同经营好上市公司的内在动力和机制。

3. 从 2002 年开始，中国进出口贸易开始快速增长，进出口总额占全球贸易总额的比重从 4%上升到 2006 年的 8%左右，外汇储备在 6 年里增长了 6 倍，国内资本流动性开始充裕，中国开始成为世界经济的中心之一。伴随着这一过程，国际资金流入将是一个长期的过程，A 股市场也将成为国际资金的重要配置中心。而流动性充裕带来了中国资产价格的快速上涨。由于行业发展的周期性差异，如果说 2006 年是中国房地产和证券两大类资产的重要分水岭的话，那么，2006 年之前的流动性充裕更多地体现在房地产市场上，而从 2006 年开始转向证券市场。

4. 2006 年是 A 股市场的重要转折年。随着股指的大幅上涨以及大量优质大蓝筹的价值回归，A 股市场一举成为全球第九大股票市场。2006 年的指数涨幅，更是高居全球主要股票市场之首，中国 A 股已经引起全球资本市场的密切关注。近年来，A 股结构发生的翻天覆地的变化，也成为全球资本市场关注的一个重要原因。经过工商银行、中国银行、中国航空等一些大型 H 股的回归，A+H 股占沪深市值的比重已从 2005 年末的 18.3%剧增到 2006

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



年年底的45.8%，从而实现了自A股成立以来首次与国际市场的高度联动，A股与H股形成的良性互动成为推动A股不断上涨的重要原因。

引起国际市场高度关注的一个更重要原因是上市公司绩效的大幅度提升。上游原材料价格的下跌对整个上市公司利润的提升、两税合并行将实施，以及新会计准则的引入等，都将使上市公司总体盈利能力自2006年起重拾升势。我们预计，2007年、2008年上市公司业绩仍将保持持续稳定增长，增长率分别为30%、20.1%，同时预计2007年、2008年沪深300指数下的公司业绩增长率将为32.63%、24.2%。事实上，我们上述的盈利预测是非常保守的，说它保守是因为我们并没有将另外一些重要因素考虑进去。例如，股权分置改革后的制度变革力量；股权激励与市值考核；市场与投资主体态度的变化；优质资产注入、资产重组以及整体上市等。同时，随着市场的发展，新的变革因素还在如雨后春笋般地涌出。如果将这些可见的和不可见的因素都加总起来，我们完全相信，未来五年A股的盈利增速将极大地超出我们的保守预估。

鉴于上述观点，我们认为：

1. 由中外宏观经济营造的良好大环境氛围下的上市公司盈利增长、本币升值、估值水平等在牛市中的合理扩张，将成为未来五年推动中国股市上涨的主要动力。我们测算，上证综指盈利增速为24%、本币升幅15%～20%以及市盈率估值水平将达到25倍。未来五年的前三年（2006年～2008年）市场整体估值水平相对合理，整体上不应有明显的泡沫出现。在国内外充裕的流动性及良好的宏观和微观基本面的推动下，市场将维持不断盘升的格局。

2. 同时也要看到未来五年A股市场的风险因素，它们主要包括：美国经济出现增速放缓明显乃至衰退的迹象；中国A股公司的盈利增速在五年为期的后两年可能出现剧烈波动甚至下降趋势；随着通货膨胀严重，政府宏观调控的力度将可能超出市场的预期；本币升值速度将在2010年后开始逐渐减弱。尽管这样，我们仍然认为，在这五年为期的时期内出现金融危机的可能性比较小。

我们的结论是：在中国经济发展大方向难以改变的宏观背景下，未来中国股市不长期处于长牛市都很难！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长牛市精选个股的思路选择

优秀的公司

要买到一个收益能够翻10倍的股票，说难也难，说不难也不难。拿香港股市来说，为数不少的股票在香港的牛市中做到了这一点，甚至还有涨幅达到50～100倍的。而这些股票长期的复合增长率在17%左右。如果一家上市公司的业绩能够实现这样可预见的持续增长，股价上涨10倍并不是一个梦想。我们可以这样算一下，如果一家上市公司的盈利增长每年能够达到15%，那么在市盈率不变的情况下，该公司股票价格在17年后就可以达到基准价的10倍了。如果一家上市公司盈利的增长每年能够达到20%，该公司股票价格只需要13年就可以超过基准价格的10倍。爱因斯坦所说“复利的威力大于原子弹”就非常形象地说明了这个道理。

如何选择一家优秀公司？

1. 公司业绩每年增长15%左右，我以为这是我们选择股票的第一要求。要达到这个要求其实并不困难。中国的GDP年增长率每年可以达到9%～10%，而国内很多行业的增长速度远远高于这一水平，例如奶制品行业每年可以增长30%，商业零售业可以增长20%还多。

2. 除了看上市公司的历史业绩，一家优秀的公司还应具备：

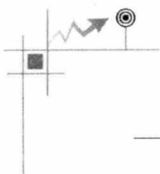
——良好的管理层。管理层涉及到公司的治理结构、管理能力以及管理团队。

——足够长的成长或景气周期。这也是我们判断一家公司成长空间有多大的重要因素。

——企业的核心竞争力。核心竞争优势体现在：一是技术，二是管理，三是品牌，四是营销，五是成本控制，六是其他一些因素。

——所处的行业是需求稳定增长，而不是暴涨暴跌。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



——有良好的业绩和分红记录。

——估值相对较低。主要考虑公司的成长性是否突出，是否持续，成长预期是否合理。

3. 在中国具有价值投资空间的公司主要有：首先，与中国的宏观经济发展相呼应，在一个中短期内，它应受益于“十一五”规划；其次，受益于人民币升值，其资本、人力、产品价值都会因此得到提升；再次，重大题材带来的投资机会；最后，实质性资产重组。

4. 综合评估这几个方面，把同类型、同行业的公司加以仔细分析，货比三家，最后在一个合理的价位作出投资决策。

围绕人民币升值主线的公司

人民币升值将全面提升以人民币计价的资产价值，比如拥有人民币资产的房地产、拥有矿山资源的煤炭、金融业和拥有地产资源的商业企业；外汇负债率比较高的企业如航空、贸易等以及原材料或零部件进口占比较高的行业如造纸、钢铁、轿车、石化、航空等。

在人民币升值大背景下，我们特别看好银行股的长期走势。通过对银行股的分析，发现银行业的净利润高于 GDP 增长 20%以上，可以预期的是，随着中国国民经济的高速发展，银行股必将享受中国经济成长带来的溢价。具体表现为，在明确的人民币升值预期下，大量资金涌入中国内地，形成对金融服务业需求的激增，这种流动性对银行的利润增长具有促进作用。此外，银行业是人民币资产的拥有者，从国际经验来看，银行股权益随着人民币升值水涨船高，银行股也将因此产生溢价。

两税合并将使银行有效税率的下降远远不止 8 个百分点，而应在 15 个百分点左右。两税合并不仅是税率的统一，其税基也将统一。上市银行的有效税率偏高主要是因为大量的工资性支出和拨备支出不能在税前抵扣，随着两税合并，所有 A 股上市银行的工资有望在税前全额抵扣，拨备支出压力下降，使拨备对于税率的负面影响明显下降。同时由于银行的国债利息收入是免税的，两税合并后有效税率将会低于名义税率。

即将推行的股指期货，其市场地位由权重股决定。股指期货必将促进权

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重股溢价，银行股是当前最大的权重股板块，产生流动性溢价当不在话下。

看好消费类公司

根据其他国家的历史经验，在一国的人均 GDP 达到 3 000 美元后，消费服务需求将呈现迅速膨胀之势，金融、保险、旅游、文化传媒、信息服务、医疗等消费服务类行业会获得广阔的发展空间。看好消费类公司的重要基础，首先是城市化进程的加快和城市中产阶级队伍的壮大，以及消费需求或者是享受需求的提升，这为培育中高端市场提供了很好的机会，市场的扩张也带来了产品定价能力的提高。在国家一系列鼓励消费和扩大内需的政策驱动下，消费升级必将成为经济增长的主要动力，而这种增长必将给市场带来巨大的投资机会。

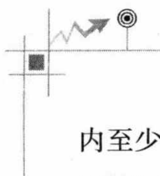
此外，随着建设社会主义新农村运动的深入，各项惠农政策落实到位，农村低收入群体的收入将明显增加，并有效拉动农村消费市场，特别是农村消费和生活必需品类的“草根消费”有望增长迅猛，使得农村批发零售贸易行业的景气度进一步提升。

所以，对于在这些行业里的品牌企业尤其值得关注。

投资于稳定分红的股票

稳定的高分红本身就在传递公司未来发展持续向好的信息，投资者对分红的要求也是价值投资理念在具体操作中一个不可忽视的因素。在成熟的资本市场上，红利已经成为股票投资总回报的重要组成部分。红利投资策略主要是基于公司的股利回报进行投资的策略，在国际市场中是一种成熟的投资策略。美国市场中最近几年专门投资于上市公司股息的基金均取得了不俗的业绩表现。资料显示，如果在 1973 年将 1 万美元投资于美国标准普尔 500 指数中的分红股票，30 年后可以获得 41.5 万美元的收入；而如果在同一时期将 1 万美元投资于非分红股票，仅可以获得 9.6 万美元的收入。同时，标准普尔的一项研究也表明，高分红的股票除了能给投资者带来丰厚的股利回报外，也有较强的抗风险能力。在中国 A 股市场上，华宝兴业推出的收益增长混合型基金，八成以上投资于稳定分红的股票。他们将稳定分红界定为过去三年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



内至少两次实施现金红利分配。我们相信，依赖于红利股的投资策略同样可以挖掘出未来收益可以上涨十倍的大牛股。

科技创新类公司

科教兴国战略直接导致中国产业结构的升级，促使中国经济增长由粗放型向集约型转变，产业结构在升级换代的过程中，以技术进步为特征的创新型公司最令人关注，且有国家的扶持政策和资金投向的倾斜，因此也最具有成长性，一些大的投资机会往往会在这些行业中产生。

创新型公司主要集中于高新技术产业，而高新技术产业又具体指向航天航空器制造业和光电技术制造业，其次是生物制药业和电子信息业。中信建投研究所经过调研，锁定了10个细分领域，它们分别是：(1) 高效能计算机和下一代网络技术与服务；(2) 新一代信息功能器件和材料；(3) 数字多媒体领域；(4) 空间技术；(5) 新能源；(6) 高效运输工具；(7) 基础制造业；(8) 环保产业；(9) 抗疾病的新手段；(10) 食品安全。

国际市场的相关经验同样值得我们借鉴。美国纳斯达克市场最近三年表现最好的品种主要有三类：(1) 基于互联网和计算机信息技术应用的相关企业群体；(2) 基于重大疾病防治和生物制药技术产业化的企业群体；(3) 基于新兴消费方式和提供相应服务和产品的企业群体。

在标准普尔500成份股中，我们可以看到，表现最好的股票集中在三个领域：(1) 依然是基于互联网和计算机信息技术应用的相关企业群体；(2) 基于石油天然气等资源产供销一体化的企业群体；(3) 基于细分领域提供专项服务解决方案的企业群体，如健康医疗保险服务、招聘及广告业等。

印度BSE100成份股表现最好的股票涉及四个领域：(1) 基于国民经济发展的产业消费供应商，如发电设备、水泥；(2) 基于国民经济发展的现代服务提供商，如金融、电信、酒店连锁；(3) 基于先进技术的创新型企业群体，如IT外包、药品；(4) 基于居民消费升级的消费品供应商，如汽车等。

我们相信，未来中国，科技创新一定会催生出大牛股。首先，从国际市场经验看，科技类产品的估值弹性通常高于传统产业；其次，从科技产业本身看，由科技创新引发的产业和企业增长往往具有革命性、爆发性的特点，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

并且引领国内甚至世界科技之潮流。

围绕十大细分领域，对一些重点上市公司进行研究，我们看到以下一些科技发展股已经表现出成长性，它们分别是：新大陆、大族激光、三环股份、中国卫星、航天通信、四创电子、航天长峰、中集集团、沈阳机床、许继电器、隧道股份、现代制药、诚志股份、华冠科技、通威股份、湘电股份、东方电机、兖州煤业、泸天化。如果仔细跟踪这些公司，你可能会从中发现收益达十倍的大牛股。

垄断性成长

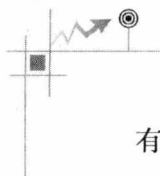
决定一只股票的股价高低主要由两个因素决定：一个是公司的收益，收益越高，股价就越高；二是市场愿意给这种收益什么样的估值水平。投资者有时候会难以理解，为什么这家公司增长率高达 50%，但市盈率却不及另一家增长率在 20%或 30%的公司。实际上，这是市场对于不同类型的公司成长性是否具有可持续性的判断造成的。价值投资理论告诉我们，特许经营权下的成长性才是市场上真正有价值的。换言之，垄断下的成长性才是可持续的。如果一家公司的业务是垄断的，它只要不断扩张业务就可以不断增加收益，这样股价就会长期上涨。目前 A 股市场的云南白药、贵州茅台相对较高的估值水平，就是由于市场普遍认同这些公司的品牌是不可替代的，具有国内或国际垄断性，所以它的估值水平即使高一点，市场也是愿意接受的。

“奥林匹克景气”主题投资

研究日本经济史发现，日本工业化起飞的第一波增长发生在 1954 年到 1964 年，因为日本在 1964 年举办了东京奥运会。而中国现在工业化水准相当于日本 20 个世纪 60 年代的水平。所以，从举办奥运会的时点角度看，中国和日本具有经典的巧合。

高盛在其刚完成的“2007 年前景：为奥运 12 000 点热身”的报告中指出：“目前距 2008 年北京奥运会只有一年半的时间。基于多方面分析，我们认为目前中国股票已提前一年做好准备，即于 2007 年底达到我们之前预计的奥运目标——H 股指数 12 000 点。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



有两类企业能够直接或间接从 2008 年北京奥运会获益，不过，具体到单个公司的表现，将主要取决于公司的基本面：其一是具备主场优势，即位于北京的公司，可能直接从奥运会中受益的公司包括北京控股（H 股）、首都机场（H 股）、首创置业（H 股）和中国国航（H 股，A 股）；其二是奥运会营销优势，潜在的受益者包括中国银行、中国移动、中国国航、燕京啤酒等。

长牛市：未来几年的投资主线指向何方

虽然深证成指已攻上万点大关，但市场机会依然不少；未来的投资有两大主线，一是央企重组整合概念，二是人民币加速升值概念。

投资主线一：央企重组带来巨大投资机会。在 2007 年初，市场已经对央企重组题材进行了一波较为猛烈的炒作。以沪东重机为代表的一批个股，受到了机构的高度关注，因为重大资产注入，沪东重机股价已经逼近 100 元大关。由此可见，大型国企资产重组，将给 A 股市场带来巨大的膨胀效应，其中的投资机会值得重点关注。

目前已经在 A 股上市的央企资产规模，大约为 3 万亿元人民币左右，而中央企业的总市值大约在 13 万亿元人民币左右。机构们预计，在未来几年中，大约有 12 万亿元人民币的央企资产将被注入上市公司，从而使得 A 股市场规模大幅膨胀。一旦大量央企资产注入 A 股市场，将推动相关上市公司短期增厚业绩，并大幅提升业绩增长前景。此外，央企集团整体上市之后，国家垄断的电力、军工、航运等行业，将保持绝对控制权，一些重要骨干企业将发展为世界一流企业。

对于央企将如何向上市公司注入资产，笔者认为，主要可以关注三大线索：主业化、专业化和一体化：

——主业化而言，管理层鼓励已经上市的中央控股公司把主业资产全部注入上市公司。因此，可关注央企旗下与集团公司主营业务相近的旗舰公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其中典型的案例是东电集团整合东方电机和东方锅炉。整合之后，东方电机能够提供完整的火电成套设备，竞争力大大增强。

——专业化是指对于有多元化业务的央企，可能将不同的主业资产打包，注入相应的上市公司，实现模块化的整体上市。因此，可关注多元化业务的央企旗下对应主业的上市公司。

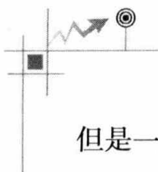
——一体化的整合模式，将提高相关企业毛利率，加快资产周转率。因此，可关注央企旗下在同一产业链上下不同位置的上市公司。

目前国家所垄断的军工、电力、石化、电信、煤炭、航运、民航等一些重要骨干企业，将是重组行为发生的重要领域。而在这些行业中，由于军工、电力和航运三大领域缺乏世界一流企业，因此将很可能成为整合动作最大的行业。就电力行业而言，机构们关注度较高的个股包括国电电力、华电国际、国投电力等；航运行业中，建议关注南京水运和长航凤凰；而军工行业中，则可关注中核科技、中国嘉陵、长安汽车等。

投资主线二：人民币升值概念股。本轮行情的发动，市场凭借的就是股权分置改革和人民币升值带来的市场重估机会，而目前上市公司的股改已经基本进行完毕，因此人民币升值将成为最大的焦点。不少机构投资者对此都比较认同。

从目前情况来看，2007 年人民币的累计升幅在 1%左右，而 3 月份人民币单月的累计升值幅度仅为 67 个基点，创下了自上一年 5 月以来的最小单月升幅。人民币升值的速度明显比去年放缓。笔者认为，人民币升值幅度或许在三季度加速，升值加速的压力来自于三方面：第一大压力就是巨额顺差带来的巨额储备。从央行最新数据显示，2007 年 3 月末，国家外汇储备余额为 12 020 亿美元，同比增长 37.36%。2007 年 1～3 月国家外汇储备增加 1 357 亿美元，同比多增 795 亿美元。在庞大的外汇储备压力下，人民币的中长期升值趋势很难改变，而且随着外汇储备增速的提升，人民币升值加速的可能大大增加。第二大压力来自迟缓的升值幅度本身。由于人民币汇率始终未能升至合理水平，反而给市场带来更强的升值预期，这种预期的释放将在短期内推动人民币升值的速度。第三大压力来自国内抑制通货膨胀的货币政策的实施。为了抑制通货膨胀，管理层采取紧缩的货币政策本应是意料之中之举，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



但是一旦采取升息等紧缩政策，却会推动人民币加速升值。

通常意义上，人民币升值可能对部分上市公司的业绩及财务数据产生直接的影响，其中有三大板块受益程度较大：

——银行股。从新兴市场发展经验看，外资大量流入以后，资本市场都会出现一个疯狂上涨过程。人民币汇率上升增加了资金吸引力，无论是从事于房地产等实业投资的资金，还是从事于期货、债券、股票等投资的资金，都将流入国内银行体系，对国内银行资产质量、资本金充足率、中间业务拓展、盈利模式等将产生积极影响。

虽然人民币升值会致使银行外币资产缩水，但目前的上市银行中，外币资产和外币负债占总资产比重较小，实际影响十分有限。值得重点关注的有：浦发银行、招商银行、民生银行和中国银行。

——航空股。国际原油价格的大幅上涨，对国内航空公司经营压力不小，而人民币一旦升值，航空股的航空燃油开支将大幅降低。有分析表明，如果人民币汇率上涨5%，航空股因燃油成本降低带来的每股收益增加将超过0.1元。另外，航空公司大都通过购买飞机拥有庞大的美元外债，人民币升值将为航空股带来巨额的汇兑收益。因此，航空股作为人民币升值概念的最大受益者无可争议，值得重点关注的有中国国航、S南航等。

——房地产及商业股。尽管面对部分地区房地产过热现象，国家已经出台或者仍会继续出台相关调控政策，进而影响房地产行业的未来盈利预期，但土地资源的不可复制性、群众购买力的上升以及人民币升值的预期，都构成了房地产板块中长期的利好。尽管会有调控影响业绩，但作为A股市场上的房地产上市公司，基本都是行业龙头，除了本身具有较强的抗风险能力以外，实际还可以利用政策的调控进一步进行行业内整合和并购，以进一步巩固自己的实力。另外，商业股尤其是老牌商业企业，在省会城市的中心地带大多拥有房地产作为店面，这也使得这部分商业股带有商业地产的性质，并且具备潜在的并购价值。值得重点关注的有万科A、金融街、陆家嘴、保利地产、招商地产等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

紧盯长牛市里人民币升值这根主轴线

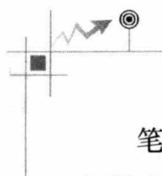
如笔者认定的，2007 年 4 月 12 日大盘果然再次漫步逼空又攻克了一个整数大关，3 500 点成为了历史。在业绩增长的背景下、在新增资金持续推动下、在投资者情绪逐步高涨中，大盘依托 5 日均线慢牛走高的格局未有改变，可以认为，市场已经进入强势加速格局，预计后市大盘仍会进一步走高，当然随着股指逐步抬高，多空分歧将进一步加剧。

在操作上，投资者应逢低买入绩优的个股，做好迎接巨幅震荡的心理准备。目前大盘呈价量齐升、均线多头排列的强势格局，两市股指加速上升，从整个大盘走势来看，已出现我们股市以来最好形态。从目前市场形态来看，场内人士普遍认为目前大盘涨得太凶猛，时刻都在做减仓或者逃跑的准备，操作上也是跑短线。但是市场却是放量稳步推进，指数也是非常有序地上行，近期指数应该说是非常真实地反映了市场的真实上涨，并没有太多失真。

笔者认为，与其时刻担心自己手中的股票而不知所措，不如好好理解中国这轮超级长牛市的真正动力。不断对大盘吹毛求疵，人为觉得股指过高，只能错失一生中最好的投资机会。也许大盘总有一天要调整，但从一个较长的时期来看，任何一次调整都是买入的良机，至少 2008 年奥运会之前超级大牛市趋势不会有根本改变。

由于盘中波动过程中杀跌人数减少，大盘走势相对平稳，多头自然也不会使用过多的能量，反而选择保存实力的策略，为未来行情健康的发展蓄积充足的动能。这就是笔者在过去一些时日里一直让网民关注即将到来的大市值、大垄断、大蓝筹股行情的原因。权重指标股是多头的、最大也是最后的进攻武器，只要权重指标股没有见顶迹象，投资者就可以大胆持有股票或者逢低介入，操作上建议关注既有业绩支撑又有题材炒作的个股。但见顶并不意味着这轮超级长牛市的结束。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



笔者特别要求投资者长期关注在长牛市道里人民币升值这根主线条。我们说这是本轮长牛市的最大、也是最根本的动因。

坚决长期看好并持有银行股，我痴心不改

近来，银行股并未如预期所料的给市场带来上冲动力，相反，银行股延续了上周的跌势，2007 年 4 月 18 日继续全线下跌。这引起了持有银行股的股民得极度焦虑，他们纷纷写来短信，询问后市。但是，在笔者看来，银行股的阴跌并非是因为基本面变化引起的，只是因为有关加息政策调控而引起下跌，而这正带来了一次不可多得的买入机会。

如笔者之前的博客文章里一再指出的那样，现在讨论银行是否高估没有任何意义，短期看可能高估，但从一个中长期看就很合理，岂止合理，而且是绝对的低估。一个成功的投资者很少有不投资银行股的。中国的银行才刚刚拉开了改革帷幕的一角。通过对银行股的分析，发现银行业的净利润将长期高于 GDP 增长 20%～30%以上，可以预期的是，随着中国国民经济的高速发展，银行股必将享受中国经济成长带来的溢价。而银行是可以永远持续经营，盈利模式简单，确定性强。更重要的是，银行在中国是垄断的行业，垄断性就是经济学意义上的“稀缺物质”。

正如前文所述，投资大师罗杰斯在 4 月 10 日参加路透社主办的一个论坛时曾预言，在未来 20 年里，中国的人民币对美元可能升值高达 500%。相比 2005 年 7 月 21 日中国进行汇率形成机制改革以前的水平，目前人民币对美元汇价仅累计升值 7%左右。“人民币还有很大上升空间，”罗杰斯说，不过他拒绝预测人民币对美元到今年年底会达到什么水平。他还表示，自己已经在两家中国的银行开设账户，拥有人民币存款。在人民币升值大背景下，我们特别看好银行股的长期走势。具体表现为，在明确的人民币升值预期下，大量资金涌入中国内地，形成对金融服务业需求的激增，这种流动性对银行的利润

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

增长具有促进作用。此外，银行业是人民币资产的拥有者，从国际经验来看，银行股权益随着人民币升值水涨船高，银行股也将因此产生溢价。从未来几年看，如果人民币升值 30%，银行的获利将是多少？从国际资本市场经验看，当本币升值时，即意味着银行持有大量债权的价值上升，仅人民币升值，就能够提升国内银行（包括上市银行）的资产价格。如果上述罗杰斯关于中国人民币对美元在未来 20 年里可能升值高达 500%预测是准确的话，那么，试想银行股因此产生的溢价将会多么巨大！

笔者长期生活在美国、加拿大、澳大利亚以及香港等发达国家或最发达的新兴地区，深知在那里所有的股票中最贵的就是银行股，动辄就是几十美元一股。证据之一，你只要随意翻开当地当日的任何金融报纸，都可以看到银行股价高高在上。而作为泱泱大国的中国，工商银行和中国银行的股价只有 5 元人民币，即 1 美元都不到！这是地板价，这是认购证式的股票。而这两大银行在全国遍布有多少营业网点？拥有庞大营业网点和客户群是一个公司持续增长的坚实基础。投资者是否静下心来算过它们的无形资产？难怪如果翻开工商银行和中国银行这两大银行的十大持机构，你发现都是世界上最为顶级的投资银行和投资机构。例如，世界著名高盛投资公司就持有工商银行的 5%的股权（QFII 持股上限比例）；又如曾经在 1997 年打败过索罗斯的赫赫有名的香港中央结算（代理人）有限公司，就持有中银股权的 11.92%；由于看好，连前高盛总裁（CEO）鲍尔森也持有工商银行的 808 万股，后来只是因为移做财长后，为了避嫌才将工商持股转给高盛。如此多的世界金融大鳄看好中国银行股的未来，愿意在里面翻腾，作为小投资者，你还需要什么来为你持有的银行股背书呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

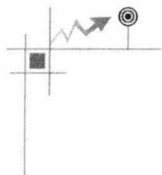
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第五章

战胜非理性的市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



未来五年的中国长牛市虽然有其客观生成的必然性，但在涉及金钱方面的大牛市道里，无数单个投资人动辄情绪化表现和不符合逻辑思维方式的投资决策，却有可能形成恐惧、贪婪和非理性的市场集合行为，从而对中国长牛市格局形成破坏性作用。因此，在中国大牛市道里需要倡导一种体现价值投资的、独特的、理性的心理情绪特征。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不理性的市场

心理是左右人类行为的主要因素，在涉及金钱方面，人们更容易作出情绪化且不符合逻辑思维方式的决策，恐惧、贪婪和非理性是其中最主要的几种情绪化表现。反映在股市上，无数单个投资人的心理定势的集合可以决定整个市场的买卖意志和行为，对市场形成合力作用。从心理学定义出发，我们判定：投资市场本身是非理性的。在中国股市大牛市的今天，一个成功的投资者，需要倡导一种反映价值投资的、独特的情绪特征。这种情绪特征是：在大众疯狂买进时卖出，在大众疯狂卖出时买进，甚至在事情似乎显得越来越好的时候保持一种怀疑态度。

股票市场恐怕是世界上唯一一个和其他商品市场有别的地方，有时它是世界上唯一能让投资人买到比合理价值更昂贵东西的场所，有时也能让投资人买得物有所值甚至物超所值。同时股市又是各种因素交织在一起的复杂场所，而股价因素是最显性的表现，最容易被投资者相信。显然，股市是形成投资人错误判断和错误观念的场所。尤其是当今流动资本十分充裕且到处乱窜的沪深股市，它成了世界上屈指可数且极有赚钱效应的巨型股票跳蚤市场。在这里，由于股市供不应求的失衡（资本交易种类的严重匮乏）状况，大量不断泛滥的国际和国内过剩资本进入到这个市场中来，要求股市的承接力越来越大。若就这点而言，中国现在的股市是相当“有效率”。

但是在中国股市里，不同的投资者之间事实上并未拥有获得对等信息的权利，所以他们常常会面临经济学家所称的“信息不对称”的局面。许多投资人宁愿相信股市是理性的，股价是真实的，市场是有效率的。一再被推高的股价似乎也印证了中国股市上涨的合理性和有效性，人们总是在以各种堂而皇之的理由为自己实际盲目的投资行为找合理的依据。

确实，效率市场理论有其自身优点，就交易而言，股票市场，即交易场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



所本身倒是相当有效率的，投资人可以随时拿起电话或上网，然后报价买进自己所选择的股票，不论投资规模是十多亿元人民币的基金，还是几千元、几万元人民币的小额投资人，投资门槛都是一样的，任何人都可以随时参与到市场上来进行买卖交易。但是，必须强调的是，所谓的市场效率也仅此而已。在股票市场里，其实看到的更多是市场的非理性，即在掺杂了各种各样的人的情绪和其他各种因素的市场里，股市在大多数时间里反映的是不寻常、不理性、不公平的信息。因为股市投资是一种随机行为，众多投资人为了达到个人获利目标而作出各种各样的买卖行为决定。股票市场每一次哪怕是极其微小的变动都体现出约翰·威廉斯（John Williams）在1938年提出的“市场边际观点”（marginal opinion）的特征，即股市实际上是由数以千万的善变的投资人组成的，因此不能把它视为具有集体智慧的单一个体。

我们暂时假设市场上只有一只股票，而且除了投资人以外没有其他人买卖这家公司发行的股票。关于公司的真实价值如何，每个人都非常珍视自己的意见。而究竟什么价格才是真正准确的，此时此刻肯定是谁也说服不了谁，唯有时间才能证明一切。然而，由时间公布的答案只会随着岁月的流逝慢慢地表现出来。市场只能表达意见，不能陈述事实。今天的意见只能创造今天的价格，明天的意见只能创造明天的价格，很少有股价能通过事件的检验证明是完全合理的。就在这个市场里，聪明人和傻瓜都在进行着相同类型的交易，这种博弈从理论上说是没有任何一个人能够操纵的，即使是具有压倒性多数的投资人或投资机构的想法也无法左右市场，当然具有中国特色的“庄家”除外。

在威廉斯提出“市场边际观点”之前四年（即1934年），价值投资大师格雷厄姆也曾做过十分类似的暗示，他认为市场价格是由供需心理设定的：“很明显，证券市场制定价格的过程通常是不合逻辑或错误的，这些过程并非无意识或机械式的，而是牵涉到心理层面，因为这些过程贯穿在投资人的心中。所以说，市场的错误就是一群人或一组人的错误，大部分错误都能归结于三个基本原因，即夸大、过度简化、疏忽。”

让我们回顾一下过去一年多来中国股市的发展轨迹。从2006年开始，中国股市一改前几年的颓势，在大量资金流入的支持下，股指节节攀高，上证

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

指数仅在2006年一年内大涨超过130%，一跃成为全球涨幅最大的股市。进入2007年后，在2006年以来形成的赚钱效应鼓舞下，新年开始后仍有越来越多的老百姓加入到炒股大军中来，据统计，现在一天的新开户数最高达到了80万户。我们在上海的多家证券营业部了解到，新开户的股民都要排着长队办理有关手续，每到周末，证券公司营业部举办的股评分析会也异常火爆。据一项最新统计显示，2007年年初A股市场的场内个人和机构存量资金已达7 000亿元左右，是2006年初的3倍多。其中，2006年12月A股市场就出现了资金“冲刺进场”的现象，单向流入超过千亿元。

股市自2006年以来持续上涨后，已有越来越多的人和资金进入了投机的大军行列里。从2007年开始后不到半个月里，中国人民银行、国家外汇管理局、中国证监会相继推出调控措施来看，管理层已开始担忧股市等资产市场出现泡沫化。一些如谢国忠、吴敬琏、陶冬、左小蕾等国内经济学家认为，下一步央行会推出加息等更严厉的调控措施，以解决人民币流动性泛滥的问题，避免股票等资产出现泡沫化风险。特别是人大常委会副委员长成思危也在这一敏感时刻针对中国股市指出：“泡沫正在形成，投资者应关注风险。在牛市行情中，人们的投资相对不理性，虽然每个投资者都认为自己能赢，但实际上许多投资者最终都是输家。不过，这就是他们的风险，也是他们的选择。”就在成氏发出上述言论的第二天，即2007年1月31日，沪深两地股市暴跌，沪证综指跌幅高达144点，两市一日蒸发5 600亿元人民币的资产。

市场的戏剧性变化还在演变：2月6日，大盘在上证综指2 541的点位又突然绝地反弹，一时间令万众喜悦。据市场传闻，就在那一天中国证监会管理层开了紧急会议，提出不要再在“泡沫”问题上争论了。也就在那一天，北京、上海等地基金投资者（尤其是新基民）在各家银行外排起了长队，将一个星期前刚刚忍痛割舍的开放式基金又大量购进。中国极其聪明的8 000万投资者，为了防止股指涨得太高，为了防止人们再次指责“泡沫”，便转而炒起了市值较小的股票。一星期后，即2月12日，情况又变了，那些在“泡沫化”争论期间深度下跌了30%的权重股——金融股及受金融股影响很大的房地产股又雄风再起，甚至像中信证券、吉林敖东等与券商直接有关的股票竟然出现连番疯狂的涨停。那一天，沪深两市上涨家数为1 367家，下跌家数仅

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



90 家，比例为 1367∶93！真所谓“忽如一夜春风来，千树万树梨花开”。

更富有戏剧性的是那些在一个月前还在批评中国股市“泡沫化”的几位主要人物，都突然齐刷刷地改了口。谢国忠说：“首先要声明一下的是，我说股市有泡沫，并不是说大盘就一定会跌下去，泡沫有时可以很大，还可能持续很长时间。我并没有说过不可以买 A 股。”罗杰斯说：“中国股市的泡沫在总体上尚未形成。”。

但就在中国股市下跌 400 点又上涨 400 点，上下大幅折腾的短短的一个月里，中国经济形势和上市公司的基本情况却一点都没有改变。（1）预计 2007 年及未来几年中国经济增长仍将在 9.6%～10.3%；（2）从业已披露的 2006 年上市公司年报看，上市公司的总体业绩喜人。在截至 3 月 8 日已公布年报的 224 家公司中，有 135 家公司公布了现金分红预案，占比高达 60%。

就在中国股市争论“泡沫化”之际，新批准的那些 QFII 老外们竟以迅雷不及掩耳之势，将仓位迅速提升到 96%，全然不理会中国 A 股的“泡沫论”。

这就是我们所说的“无效率市场”，一般人能够认可这样的结论吗？但是，仅仅因为人们的贪婪、不理性，对市场展望的十分确定性，以及随意的市场言论，中国偌大的股市在短短的一个月里完成了一次 V 形翻转历程，市场先是恐怖性地出逃和大跌，尔后又是让人看不懂的反转，最后又九九归原，回到一个月前的 3 000 点附近位置。如此之大的市场震荡，能说是合理、理性、有效率的吗？

2007 年 1、2 月间中国股市的无效率现象，让人们重新回想起 2001 年股市在踏上 2 245 点高位后长达五年的绵延下跌，其造成的中国股市惨状至今仍让所有投资者记忆犹新。

中国股市在整体上出现无数无效率现象的同时，具体到个股上也出现了无数类似的现象。中国股市第一“大象”——工商银行的股价上涨就是一个显证。2006 年 10 月 27 日，中国最大的国有商业银行——工商银行成功实现在香港和上海两地上市，募集资金逾 1 400 亿港元，创下了全球最高的筹资纪录，同时也一跃为全球第五大银行，这也是排名世界前十大银行中唯一一家中国的银行（参见表 5—1）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 5—1 全球前 10 大上市银行（截至 2006 年 10 月 27 日）

序号	公司名称	最新总市值（亿美元）	所属国家
1	花旗集团	2 513	美国
2	美国银行	2 437	美国
3	汇丰控股	2 138	英国
4	JP 摩根	1 656	美国
5	工商银行	1 391	中国
6	三菱日托银行	1 371	日本
7	瑞士银行	1 323	瑞士
8	富国银行	1 227	美国
9	美联银行	1 126	美国
10	苏格兰皇家银行	1 121	英国

就在其后，工商银行出现了股价革命性的跃升场景：

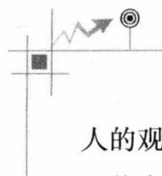
——2006 年 12 月 25 日，工行市值达到 2 142 亿美元，超越汇丰银行，成为全球第三大上市银行。

——2006 年 12 月 29 日，工行市值跃升至 2 511 亿美元，昂首赶超美国银行，晋级为世界“亚军”，距离市值“冠军”花旗银行的 2 740 亿美元仅一步之遥。

2006 年 12 月 1 日，工行以 3.83 元开盘，12 月 29 日收盘于 6.20 元，在不到一个月的时间里涨幅高达 62%，市盈率达到 41.2 倍，市净率 4.21 倍；H 股市盈率 33.68 倍，市净率 3.33 倍。而同期汇丰银行市盈率和市净率分别为 13.45 倍和 2.07 倍。工行在沪市、香港的市净率分别比汇丰银行高 103%、60%。从工行高高在上的股价看，这合理吗？只有效率市场理论的信徒们才愿意相信。

我们试想一下，从 2006 年 12 月 1 日至 12 月 29 日间，难道工商银行的内在价值真的像股价那样增加了 62%吗？事实上，就在工商银行市值相继跨越式超越汇丰和花旗的那一刻，工商银行本身什么大的事情都没有发生，工商银行的所有营业大厅像往常一样运转正常，顾客熙熙攘攘，大量票据正通过电话、传真或电子邮件与外界发生着联系。而那一刻，唯一变化的只是投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



人的观点，人们认为股价是合理的，上涨是正常的。这种所谓正常、合理的股价来自于人们对于工商银行的重新估值，是对工商银行自我期望的结果。例如，从全球银行投资格局变化看，1992 年至今，美国股市大盘上涨了 200%，而同期银行股指数涨幅高达 400%，主要大的商业银行股价都上涨了 8～10 倍。美国银行股价表现优异，同样得益于美国经济的高速增长。工商银行虽然和美国商业银行股存在着类比性，但对于工商银行这一股票在短时间内表现出来的大量的、投机性的非理性炒作还是值得我们警惕的。我们认为，最新上市的工商银行等几只权重银行股，仅仅意味着它们向现代商业化银行转变的开始，今后的路还很长，曾经的矛盾和隐患也不会自动消失，而且面临外资银行的竞争会更加激烈。简单地说，国内银行系统仍然是中国经济和金融业中较脆弱的环节，接下来盈利能力的提升才是真正艰苦而细致的新“长征”。

我们可以模拟一个普遍适用的市场不理性模型。我们选择的是典型的公司模式，股价以公司内在价值为基准，上下来回震荡。我们又假设公司的内在价值在一段时间里会缓慢且稳定增长。由于股价很少刚好能够等于公司的内在价值，多数时候，依据投资人的看法，股价不是被高估就是被低估。假设这样的关系存在于正在交易的每只股票上，我们可以把这些股价区分为七个不同的阶段：①

阶段一：受某些因素影响，股价低于公司内在价值，这些因素有的与公司有关联，有的则无关联。在此阶段，投资人十分担心。显然，此时的股价并未反映出公司的真实价值。

阶段二：在这个阶段，悲观情绪不断蔓延，以致达到顶峰。尽管公司内在价值不断上升，但股价仍在大幅下跌。这一阶段，内在价值折价最大。

阶段三：随着投资人观点的改变，股价开始扬升。公司市值还在持续增加，此时股价爬升的速度比公司内在价值增加还要快。在某一价位时，两者达到均衡，但是此时股价已高于公司的公平市价。

阶段四：越来越多的投资人认同这只正在攀升的股票，股价每天的上涨似乎肯定了投资人买进的决定正确无误，于是日成交量变得更大，出现了许

① 参见《长牛市，改变炒法：获利百倍的价值投资法则》，北京：北京大学出版社，2007 年版。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多跟风盘。这一阶段，投资者亟欲从热门股上赚取 20%或 30%不等的盈利。此时，基金经理人也纷纷加入买盘者行列，买气催生买气，导致溢价更大。

阶段五：涨势已达到最后冲刺阶段。每日价格波动愈发剧烈，且股价与内在价值的乖离率越来越大，买卖双方必须向外寻求更多让股价继续上涨的正当理由。在这一阶段，人们不再相信历史，投资人敢于不断追高股价，对未来的收益预期充满期望。

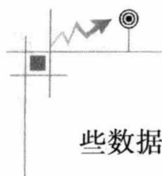
阶段六：由于股价偏离公司的内在价值实在太远，股价注定会有崩跌的一天。事实上，整体下滑趋势已经显现，任何一个不起眼的事件都会成为引发下跌的导火线，只是为时较为短暂，不易被已经冲昏了头脑的投资人注意而已。

阶段七：卖压白热化，股价加速下跌，投资人再度陷入悲观境地。然而，他们依然不关心股票背后的公司内在价值，似乎也全然不在意股价的连番大跌正在日益接近股票的内在价值，他们唯一焦虑的是每时每刻都在被侵蚀、流失的账面获利，并想着为避免认赔而寻求一条杀出重围的机会。这时候，股票交易价格常常甚至低过公司的内在价值。

这些年里，投资者人已成百上千次地看到过类似的循环模式在不断上演。有时候这种循环需要数年才能完成，有时却只是几个月甚至更短的时间。最不寻常的是投资人并未因此而总结学习使自己的投资行为变得聪明一点，到了下次循环开始时，他们在另一只或另一类股票上依然如法炮制，重蹈过去操作错误的覆辙。他们相信股价是有效率的，所以在股价上扬时会试着买进更多的股票，而当价格跌到公平市值时，他们反而裹足不前，持观望态度。聪明的做法应该是只在阶段一、二或最迟在阶段三买进股票，然后抱住不放，在股票高过公平市值时即考虑果断卖出。

深入探讨这个问题后，我们可以十分确信股价最终是没有效率的，即便在中国股市大牛市的今天。如果股市真的有如某些学者声称的那样有效率，我们应当在基金经理人、信托公司职员和投资人中，见到战胜大盘的和被大盘击败的数目是一样多的例证。也就是说，跑赢和落后市场的概率是一半对一半。但在市场实践中，大部分专业人士都败给了深沪 300 指数。资料显示，有超过 54%的基金经理人多年累计下来的基金绩效落后于深沪 300 指数。这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



些数据背后深含的意义再一次告诉我们，股市绝非有效率。

市场信息的不对称现象

信息是投资人的命脉，不论你的分析技术有多高明，你必须有及时、客观、有用的信息才能在投资市场上获得成功。效率市场假设每位投资人有平等的取得信息的管道，有能力准确筛选信息并正确解读信息。但事实上股市的信息是不对称的，也就是说某些投资者拥有比别人更多、更好的信息。这再一次说明所谓“效率理论”的无效性。

毫无疑问，在中国股市中，呈现在投资人面前的大部分信息都是被严重篡改的，相应地对股价的反应也是失真的，而且大多数投资者又按照自己的意愿主观地去诠释那些本身已经严重失真的买卖信息，从而使投资人在解读市场信息时错上加错。在对信息错误解读和错误判断基础之上做出的投资决策，焉有不失败的？

笔者在《长牛市，改变炒法：获利百倍的价值投资法则》一书中反复强调：

1. 信息并非唾手可得。即使在今天信息爆炸的时代，数以百万计的投资者虽然已能够通过网络和各种信息渠道取得比以往多得多的信息，但仍无法在短期内得到可能影响股价的直接信息。投资人无法定期拜访上市公司，无法与同业工会、供应商、经销商交谈，更别说参与企业经营管理了。就是一年一两次的股东大会，可以说大部分小股民也是无缘参加的。能在大牛市道里获得更多市场信息的，大多是那些财务阔绰的中外基金、券商以及私募基金等，他们可以游刃有余地利用手中资源为自己服务。

2. 每个人对市场信息的理解能力不一样，投资者往往进行的是一厢情愿式的自我解读。但有强大资源的上述中外投资基金和券商却具有消化市场信息的足够能力，他们在解读信息方面当然也比市场一般中小散户投资者来得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

正确和快得多。比如，早在 2003 年和 2004 年期间，就有一些基金研究所对主题投资进行了所费不菲的研究，其结果是这些基金和券商等都能在较早时候，在复杂纷繁的市场中洞察先机，而这类大型的课题研究对中小投资者来说是无法做到的。

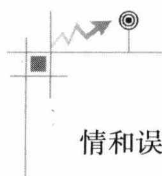
3. 在确立投资观念和作出投资决策上，投资者接受的常常是被歪曲了的市场信息，因此市场信息不对称中的新闻媒体的作用不可低估。例如，一些治理结构不良的上市公司可以通过传媒和分析师的扭曲信息来迷惑投资者，并且文尾还有一个冠冕堂皇的声明："作者声明：在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所述文章内容没有利害关系。本版文章纯属个人观点，仅供参考，文责自负。读者据此入市，风险自担。"轻描淡写的一段话就把责任推卸得干干净净。

媒体为了争取订户，也常指使记者捏造新闻，例如，明明股价大涨已经结束，他们还大幅报道所谓的热门股，或大量撰写如"现在可以买进的十大股票"等之类的文章，而一般投资人通常又都是通过媒体来获得这些二手市场信息的，并且对它们深信不疑。我们只要随意浏览一下某些著名财经信息网的首页，就可以看到很多具有误导性或煽动性的文章题目。以下我们忠实地记录了 2007 年 2 月 25 日不同财经传媒网的标题内容：

有望上演涨停式攻击牛股　　王牌基金三月份 30 只牛股
实力机构送新年十大金股　　两大券商推荐前景看好股
机构板块及个股调研早报　　机构异动股解密评级参考
"V"形行情将再度上演　　3 000 点将成为历史性大底
2007 年新春金股（名单）　　实力机构预测本周市场热点
本周股评家最看好个股　　顶级券商一致推荐四大黑马
未来两年成长性最高 38 股　　五机构一致看好的大牛股
10 只翻倍牛股即将亮相没 10 个涨停板千万别抛
绝密：机构布局潜力股　　决胜 2007 年春节涨停机会

在同一网络却不同的日期随机抽取的标题信息，反映的是相同的信息煽

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



情和误导现象：

私募：今年可以翻番的大票　　调整正是建仓好时机股
强烈补涨意愿白金牛股大举扫盘：巨资参股券商股
明星基金纷纷涌入的绝对大牛股！新增基础股票池
私募：整体上市的高速公路股 1 季净利增长 30%大票

在另一份网络财经版面，我们记录到了相类似的内容标题：

5 只传媒股将资产注入 9 只地产股孕育反弹
96 只资产注入股一览　　四只股股价至少涨 60%
10 大机构哄抢的黑马　　洗盘完毕将拉升的股
增量资金 PK 套利盘　　银行股能否挽救大盘
读年报好似捉迷藏　　菱形转势 VS 箱体震荡

上述摘录的部分信息标题，透视出的只有一个目的，那就是用耸人听闻的标题来吸引读者的眼球。至于内容是否准确，是否应该求证一下信息的准确性，这就不是媒体所要关心的了。类似这样的信息标题和内容就这样日复一日、月复一月、年复一年地连篇累牍地展现在投资者面前，对投资者的伤害是毋庸置疑的。因此，我们的建议是，在中国股市大牛市道里，摒弃传统的投资信息来源，一旦获得，应小心检验你所得到的信息的真伪。在这里，引用美国价值投资大师格雷厄姆的话来说："市场通常会错得非常离谱，有些时候谨慎的投资人反倒能善加利用这种独具特色的信息错误。"这里，格雷厄姆指的是采用与这些扭曲、编造的信息反其道而行之的投资策略。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

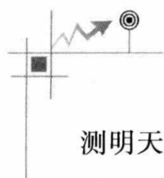
市场是不可预测的

在当今中国股票投资市场里，特别是大牛市道里，成千上万的财经类学生从一流的商学院或经济学院毕业，都跃跃欲试地投身到证券行业中来。作为证券分析师、研究员，甚至投资基金经理人，他们用学到的相同的投资公式、相同的买卖策略、相同的评估方法和相同的预测模型来进行实盘操作和分析，但他们碰到一个共同的问题是，很少有人能长期战胜股票市场。不管当初他们刚毕业走入证券这个行当时，有多么大的雄心壮志，并发誓要战胜大盘，但几年过去了，他们发现，除了大行情下的普涨给他们带来了丰厚的利润外，他们并没有如愿最终在一个相对较长的时期里打败大盘。有一定金融分析背景知识的年轻证券从业人员尚且如此，更不要说市场中那些一般的投资人，要想打败大盘更是难上加难。

人类天生具有预知未来的渴望，这是所有市场投资者共通的，他们为了寻求在证券投资市场里获利，整天花费大量的时间寻找明日的获利股，预测利率变化、经济发展状况或公司的未来走势、政府未来的政策动向。他们中更多的是在计算机上绘制股价走势图，试图预测明天股价走势可能的突破点。成千上万的经纪人将一些卖弄学问的预测经过包装后进行大肆推销，引诱市场中小股民来购买。还真有人经不住模型制作者或经纪人一再的广而告之或劝说，甘愿掏腰包，花钱买来价格昂贵的这类五花八门的模型预测，希冀能借用它们来预测自己买进的股票是否会在今后一个时期里出现突破甚至飙升。总之，股市中各种各样的金融机构、相关人员以及市场的中小投资人，都试图利用预测工具，所不同的只是利用预测工具的不同，但目的只有一个，那就是用预测来从中渔利，用预测来获利。

但投资机构和投资人却不愿相信，即便相信了，也不愿承认，预测上市公司的未来和股市的走向，就跟预测天气一样是无法精确预测的。如果说预

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



测明天的天气还比较简单，只要以今天的气温作为参考（例如，今天气温摄氏 20 度或 30 度，那么明天的温度大概就在这两者之间），那么预测经济和股市的未来走向却是一个要复杂得多的社会现象。如果我们预测的仅是一家上市公司下一季度的状况，那只要将季节性因素消除后，下一季的销售额和利润很可能和本季差不多。然而，如果将预测扩大到这家上市公司的股票走势，除了季节性因素外，还有许多其他影响股票走势的因素，因为股票市场系统是许许多多上变动的、不变动的，可见的、不可见的变量的综合反映，而变数间可能出现的改变也将和其他变数交互在一起发生作用，影响到整个大盘的走势，转而再影响到个股的走势。

研究表明，预测的时间越长，其误差范围就越像抛物线一样快速加大。不论预测的是未来股价、获利率、销售额还是经济趋势，除了极个别特殊例子外，上述的这一抛物线特征几乎都成立。这是因为，随着时间持续向后推移，变数就不断在变，同时又加进了许多新的变数。这也是我们所说的“大多数预测是无解”的原因。少数市场投资人或者预测者，即使能偶尔预测到公司未来获利的情形，那只能说是幸运。之所以说是幸运，是因为在预测过程没有发生突然而至的经济萧条；中央央行利率没有发生调升或调降；被预测的公司最高执行长官未死于空难，公司也并未失去主要订单。从外生性角度看；世界经济仍然坚挺；美国房地产市道有各种变坏的消息出温暖处，但始终没有硬着陆；美元汇率也未起任何波动。但所有这一切终究只是一种事物发展的偶然现象，在现实包括股市的投资市场却并不具有普遍性。

我们只需要放眼世界，就可以发现所谓“专家”的预测成绩是多么的差劲：90%的经济学家没能预测到 21 世纪初期美国经济的不景气。20 世纪 90 年代初，国际大型投资机构曾预测墨西哥股市的多头市场即将来临，但没有多久该国政府就放任本国货币比索大幅贬值，并引发了有史以来最大一次的股价狂泻。试问：谁又能预测到这一节外生枝的政府行为呢？同样，没有人预测到 1997 年亚洲金融风暴会在一个大繁荣的时期开始，并像多米诺骨牌一样将东南亚和东亚新兴国家一个个击倒。就在 21 世纪刚来临时，又有谁预见到了世界大宗商品市场的大多头市道正在悄无声息地扑面而来。到了 2005 年，黄金疯狂地涨到了每盎司 700 美元、石油每桶 70 美元。直到今天，国际

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

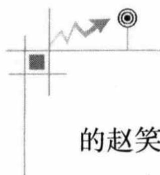
大宗商品市场仍处在多头大市道里。由于预测的错误，令不少投资机构因坐失了享受这次千载难遇的大多投资市道而扼腕不已。

在中国，2001 年上证综指在跃上历史高点 2 245 的点位后，便出现了拐头向下的大趋势。这一拐就是四年，将征战股市多年的中外基金、券商、私募基金以及所有市场投资人全线套住。而 2001 年，正值中国加入世界贸易年，中国经济在嗣后四年里一直以 10%以上年增长率持续高速发展。就在股市极度低迷，在市场人士都不看好中国股市的时候，中国股市迎来了历史上最大一波牛市。上证综指一路高歌猛进。早在 2005 年初上证综指到达 1 300 点位的时候，就已经有胆怯的资金退场，认为大盘已经涨到顶部。到了 2006 年年底上证综指到达 1 900 点时，市场出现了更多的兑现资金。当大盘被疯狂地推升到 2 700 点位时，时间已是 2007 年 1 月初。到 1 月底，大盘已在 3000 点附近兵临城下了。

如果说市场是可以预测的话，有谁预测到了 2007 年 2 月 27 日的 A 股市场的大跌现象？又有谁预测到了 A 股市场大跌还引发了全球性股灾？承接 2 月 27 日"黑色星期二"的中国股市的大跌，美国道琼斯指数随后大跌 400 点，跌 3.29%、新兴市场股市开盘后多有 3%～7%的跌幅，欧洲、日本等主要股市也纷纷大跌。习惯预测的市场投资人怎么也没有想到中国 A 股市场的全球影响力已非吴下阿蒙。难怪有人惊呼："中国股市打个喷嚏，世界股市伤风感冒了！"将原来的那句"美国经济打个喷嚏，世界经济伤风感冒了"作了一次前所未有的颠覆。

虽然基金、券商等机构、组织每年动辄花费成千上万的经费来研究上市公司的表现，并发表获利预测，但研究一再表明，他们的预测经常带着各种各样人之常情的偏好或偏见。研究还发现，事实上，研究员或分析师常常会提出过度乐观的建议，如果结论不乐观，市场投资人又有谁会去买他们旗下的金融和资产产品呢？研究还发现，有些分析师冒着道德沦丧的危险，故意忽略不计或遗忘上市公司的差劲表现而作出预测，原因是他们与上市公司保持着非常微妙的关系。尤其是那些被聘协助企业承销股票公开发行上市的分析师，他们所作的获利预测通常超出其他分析师的甚多，而且所推荐的股票往往在后几个季度的表现都一直大大落后于市场。时称"中国荐股第一人"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的赵笑云，2000 年与东方趋势投资咨询公司可谓如日中天，在各大报刊的荐股比赛中频频折桂，在“南北夺擂”模拟实战中，赵笑云创造了累计收益率 2 000%的战绩（相当于同期市场平均收益的 50 倍）！他的那句“咬住青山不放松”的名言，使许多听信了他的名言追捧青山纸业（600103）这只股票的中小投资者饱受长期套牢之苦。而另一市场预测“名人”唐能通对股民最有蛊惑力的“名言”则是：“从 10 万元炒到 100 万元需要几年？答案是：两年。”2002 年 10 月，唐能通成为了中国证券史上第一个被通告接受调查的“黑嘴”。着力推荐银广夏（000557）的薛敦方，“周末股神”雷立军都因庄托行径最终遭到市场的唾弃。随着大牛市行情到来，沉寂多时的咨询公司又开始了四处出击。一个个“黑嘴”又重新现身，粉墨登场。前中国证监会副主席史美伦曾忧虑地表示：“中国证券市场已经发展了十多年，每天电视上铺天盖地的股评，不知他们在说什么，真正的证券分析师却少得可怜。”

成群的基金经理人为了提出最佳季度或年度业绩报告，便以分析师偏颇的获利预测作为依据，抢进抢出股票，以博取短线获利机会。他们每天被不为投资人所知的压力折磨着。一般基金经理人的持股种类多到难以监控，而且每个月还有投资人在不断涌入。由于每季度必须向投资人交出一份优良的绩效报告，他们通常采取的是先买进股票然后再进行评估的方式。一开始，许多基金经理人也设法采用买进抱牢的合理策略，但最后落到只能紧盯报价屏幕、猜测企业短期获利以追求蝇头小利的地步。因为他们若不这样做，就可能落后于同业或大盘指数。结果，连这些基金经理人也养成了从众心理，并采取快速不理性地进出股票的投资策略。而不为市场投资人所知的是，他们投资下单买进大量股票的依据却是真假混杂的信息，有时甚至是谣传。

最后，基金经理人赖以决策的基础就是分析师的个人臆测，而这些臆测还要配上上市公司的提示。由于上市公司早已摸清了投资人的心理和投资过程，他们会采取会计伎俩，在账面上作出获利的可预测性，这样可以和券商、基金集团等机构投资人维系长期良好的关系。我们可以用“循环”这个词来说明他们之间的关系，即公司总裁预估几个月后的获利以吊起饥渴的分析师的胃口，以便诱导基金经理人下数亿、数十亿元人民币的大赌注。

错误的预测导致的悲惨后果可以想象。即使分析师估计错误的概率在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

80%以上，参与游戏的各方有时仍然视而不见。没有人愿意承认自己死抱着垃圾股，也没有人愿意错失预估的波段行情。这是一个自负的自我判断、自我断言涨升导向的体系，只要基本面看上去不破坏这个循环体系就可。1929年美国华尔街股市的崩盘就是由上述这样的信息循环系统出错引发的。在当今中国大牛市道里，这些预测上的层层弊端都被大繁荣和市场的非理性掩盖了。随着股价越涨越高，市场投资人也越益重视近利。获利预估调升即抢进，预计无法达成目标的公司股票即被抛出。股价不断高涨，以致于买进的股票在基本面上再也站不住脚，市场终于在一片泡沫中崩塌了。所以，投资人一定要避免紧跟这种追涨杀跌的潮流，因为这一潮流通往的是无底的深渊。一旦用短期获利的思维方式来支撑自身的投资行为，肯定就会在预测的海洋中随波逐流，投资随即由理性转变为投机。如果获利目标变成了投资的唯一目的，投资人就再也看不清楚价格和价值之间的关系了，因此就会随意地以任何价格买进公司的股票，以利己主义的态度来对待投资。

这里需要指出的是，预估获利是一回事，预估公司的价值是如何随着信息的变化而改变，这又是另外一回事，而对这一区别，市场上却几乎从未有人去认真地做过功课。例如，公司宣布合并，投资人通常在还没有来得及检验合并交易是否会增加公司的价值之前就跳进去抢进股票。他们只是依赖分析师对该购并案的背书，或管理层对该购并案的乐观期望来贸然行事。他们按照自己认为合理的方式来解读上市公司的信息，在几个交易日内卖出或买进股票。尤其是市场上的投资大众一旦看到股价急速上涨，便以为市场的解读和自己是一致的，于是也跟风抢进股票。美国分析师巴布森（Roger W. Babson）早在1951年时就为这种愚蠢的市场投资行为写下了最好的注脚，他说："成功的投资主要不应来自预测，而是在对的时刻做对的事，以及随时谨慎地采取保护好自己的方针。投资人若想赚取更多利润，就不应尝试预测繁荣或衰退，然后相信该预测会实现，并完全依此制定投资策略；而应该在一个好的时机中买进股票，追求稳定获利，同时避开恐慌而带来的损失。"

即使拥有良好的内线信息，准确的商业预测也几乎是不可能的，结论是不应该用预测作为价值评估的重点，理由是市场走势没有可靠可言，它是一种随机运动。所有的市场，不论是运动鞋、计算机、汽车、医疗、股票还是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



债券等，都是由完全不可预测的力量来主导的。市场的每日波动反映所有投资人的整体行为，也即买卖双方各自的理解，并且是完全依照个人的需求和欲望行动的。如果消费者基于某种理由在某一时段里特别渴望拥有某种商品，那么这类商品的销售额就将走强。然而，到了另一个时段又是另一回事了。要仰仗未来或不可预期的事，等于在不能控制的事情上下赌注。执著于这种不明智的投资，便容易招致最高风险。

尽管未来不可预测，但有一点还是可以确定的，那就是优秀的标的公司终究会在股价上反映出其投资价值来，从这一层意义上说，并且也只有从这一意义上说，未来才是可预知的。但是，我们却无法知道这个投资价值要等到何时才会反映出来。我们只知道所有的股票价格都会上下波动，却无法预知到底这些股票在未来的一年是波动向上还是波动向下。从巴菲特的投资策略中我们可以领悟到，投资人其实无需沉溺在对股票短期走势将如何的无谓的预测中，重要的是投资人是否已投资在一个好的标的公司上。如此一来，才可确定自己最终将从正确的投资中获利。

总之，投资者生活在一个行为模式经常被打乱，甚至有时剧烈变动的市场里。不管投资者喜欢还是不喜欢，他们都无一例外地生活在一个随时变动的世界里，这个变动的世界就像万花筒一样，从外形上看似相像，但变动的秩序却永不相同，因为每个模式都是全新不同的。我们之所以不厌其烦地讲述这一“事物是在不断变动的”的哲学道理，其目的就在于，让广大市场投资者了解市场其实并非如我们原先预期的那样，一旦知道市场是一个复杂纷繁且不断变化的复合调节系统，你就不会再去相信市场是可预测的，也会知道市场总有春天和严冬，总会遇到多空、牛熊转折的时候。在中国大牛市道里，我们请投资者谨记巴菲特的话：“请面对两个不顺你意的事实：未来永远不明，想在市场上取得预测共识，终将付出惨痛的代价；市场不确定性将是投资人做价值导向投资的一个不可缺少的好朋友。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

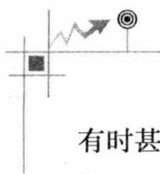
投资者的最大敌人是自己

心理是左右人类行为的主要因素，可是这一观点在效率市场等现代投资理论中却没有占得一席之地。依照效率市场理论的看法，市场效率的产生纯粹是因为投资人在取得所有信息后得以迅速而理性地制定价格。然而，事实上在处理金钱方面的问题时，人们往往特别容易作出情绪化且不符合逻辑思维方式的决策来。因此，将人类的心理因素作为重要变量来考量就显得特别重要。因为越是在不明确和不稳定的市场环境里，投资人受到有形、无形的心理因素的影响就越大。我们发现许多诱使人们买卖股票的因素，除了只能从人类包括心理在内的社会行为角度来加以解释外，舍此没有其他的解释。股票市场是由无数投资人的买卖意志和行为决定而形成合力的结果，所以我们尽可以放心地作出推论，整个股票市场的上升或下跌，其最主要动力来自于投资人的心理影响。

价值投资大师格雷厄姆认为，投资人最大的敌人不是股票市场，而是自己。投资人就算具备了投资股市所必备的财务、会计等能力，如果他们在不断震荡的市道里无法控制自己的情绪变化，那么也就很难从投资中获利。格雷厄姆最有名的学生巴菲特是这样解释的：“格雷厄姆有三点重要主张：第一，把投资股票当作一桩生意来看待，这样将会使你拥有与其他市场上的投资人非常不同的投资观点；第二，要有安全利润空间概念，因为它将带给你竞争优势；第三，要以一个真正投资人的态度面对股票市场。如果你具备了格雷厄姆主张的投资心态，你已经99%地领先于其他投资人了，这对你而言是一个很大的优势。”

格雷厄姆认为，投资人若想建立面对股票市场的正确态度，就必须在心理和财务上做好充分准备，因为市场不可避免地会出现上下震荡，投资人不仅在股价上升时要有良好的心理素质，也要以沉稳的情绪来面对股价下跌、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



有时甚至是猛烈下跌的局面。若你有那样的心理素质，那么可以说你已经具备了99%地领先于其他投资人的心理素质。“真正的投资人从来不会被市场形势所迫而轻易卖出自己看好的股票，也不会关心短期的价格走势。”尤其在中国长牛市的前提下，良好的心理素质对于抱牢你在低价位时买进的绩优股票是多么的重要！

为了更通俗化地阐述他的观点，格雷厄姆杜撰了一个寓言故事角色，并称其为“市场先生”。现在“市场先生”在美国投资界早已深入人心，成为教育投资人理解股票价格在一段期间后为何及又是如何偏离合理价位区间的极好案例。

现在，试想一下你与“市场先生”同是一家私人企业的合伙人，“市场先生”每天都告诉你他愿意买进你的股权或卖出他的股权。虽然你们共同拥有的公司具有持续稳定增长的特征，但“市场先生”给你的报价却并不总是如此稳定，因为“市场先生”的情绪是经常不稳定的，有时候他很快乐，感到前途一片光明。在快乐的时光，他愿意以高价买进你的股权。而在其他时候，他也会表现出沮丧情绪，这个时候他的报价通常非常低。格雷厄姆说，“市场先生”有个不错的个性，那就是他并不介意被别人指骂为变化无常的人。若“市场先生”的报价被你忽视，明天他还会继续带着新的报价来。格雷厄姆因此警告投资人，“市场先生”的有用之处是他的报价记事本，而不是他的智慧。“市场先生”变得愚蠢的时候，你可以不理会他，甚至占他的便宜，但如果你完全受他影响，结果肯定是一场浩劫。

“市场先生”的身影在中国股市同样也能看见，正如格雷厄姆所说：“投资人如果因为市场的非理性下滑而决定卖出手中的股票，杀出市场，或开始对未来股票市场表现出过度焦虑情绪，这正好是把自己的优势转换成劣势。假如投资人所持有的股票没有市场价格问题，他的感觉就会舒服得多，因为这样可以免去由市场价格震荡带来的无谓精神紧张。”

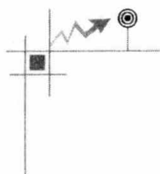
格雷厄姆在60多年前就开始撰写有关市场的不理性和投资人应如何保护自己避免出错的文章。然而从那时侯起一直到现在，投资人的行为很少改变，他们在“市场先生”面前仍然不由自主地经常表现出不理性的投资行为来，其中，最典型的两种不理性市场行为就是害怕与贪婪。这两种行为在市场上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

几乎每时每刻都在发生，从而累及整个市场表现。1997 年美国加州大学的行为经济学家特伦斯·奥迪恩发表了题为“投资人买卖为何如此频繁?”的研究报告。这项研究总结了从证券公司中抽样选取的 10 000 个账户，并追踪其中的 9 748 个有效账户的股票交易情形，结果发现：首先，这些账户的股票年平均周转率高达 78%，也就是说，他们的投资组合中 80%的股票卖出后又再买回来。其次，我们以每四月、每一年以及两年为时间段来观察这些户头内的投资组合变化，结果发现两项惊人的现象：第一，投资人买进的股票与当时的市场主流导向是一致的；第二，他们卖出的股票，其股价在事后的表现都证明打败了大盘。研究同时表明，从过去一年的股票波动区间看，在买卖手续费不列入考虑的情况下，所有后来表现不错的股票，都是在涨幅只有 3%的时候便被投资者非理性地卖掉了。

究竟是什么原因促使人们从事这种毫无效益的市场投资和买卖？因为无法回到过去，无法去考察每一个投资人当时的心理状况，所以也就无法得到正式的理由。如果真的能获得这方面的信息，我们可能会得到一万个不同的理由，但不管这些理由是什么，有一点却是颇为肯定的，那就是，每当与金钱和投资相关的时候，人们常常会作出错误的判断行为。遗憾的是，我们能分辨出投资人的这种非理性行为，却很少有对投资人之所以选择走上这条投资不归路的原因分析。现在我们可以确信，答案就在于心理层面。因此，我们给出的建议是：投资人除了有必要了解和掌握基本的会计、财务、数理统计和概率等知识之外，最有必要学习的领域就是投资心理学，特别是研究误判心理。我们相信，投资人思考缺陷通常是在思考分析时好走捷径，而且不经过任何周详的调查研究就轻易直接跳到结论部分，接着就贸然进入股票市场进行操作。因此，正确的做法是，就一个完整的投资股票过程而言，投资者要尽量采用双轨分析法：第一，理性分析所有影响你投资决策的因素；第二，了解潜意识对你的投资决策行为的影响作用。临床医学研究表明，脑部在潜意识状态下会主动驱使人们去做一些事，这些事有时非常有用，但在很多情况下则是无用的。因此，投资者在做投资决策前，首先要学会用双轨分析方法，考虑理性的预期和概率，然后再小心评估心理因素的作用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



投资者的非理性

投资心理学的研究是希望通过心理学理论来分析市场是否有效率。在股市投资中，非理性的思考和行为包括：

1. 过分自信。许多心理学研究都指出，投资人的误判通常发生在他们过分自信的时候。如果你对一群驾驶员进行问卷调查，问他们是否认为自己的开车技术优于别人，相信绝大多数的人都会说他们是最优秀的，从而也留下了到底谁是技术最差的驾驶员的问题。我们再举另一个医学方面的例子。一般来说，医生都相信自己有90%的信心能够治愈病人，但事实却表明成功率只有50%。其实，自信本身并不是一件坏事，但过分自信则要另当别论。当投资者在处理个人财务事宜过分自信时，其杀伤力尤其大。过分自信的投资人不仅会作出愚蠢的投资决策，同时也对整个股市产生间接影响力。

通常，投资人在股市上都喜欢表现出高度自信，因为他们相信自己比其他人更聪明，更能独具慧眼挑选能赚钱、能生金蛋的股票，或者在决定买基金时能选择可以打败大盘的投资基金或经理人；他们往往高估自己掌握的知识和操作技能，而对不符合自己但最终被证明是对的预期和设想或加以排斥，或嗤之以鼻，不屑一顾；他们只思考身边随手可得的信息，而不去收集鲜有人获得或难以获得的更深入、更细微的信息；他们热衷于市场小道消息，而这些小道消息常常促使他们信心百倍地踏入股市。

有什么证据可以证明投资人的这种过分自信？理论上说，在大牛市里，投资者应该买进而且长期持有股票，但在实际操作中我们却发现有太多的投资人在做着短线交易，甚至可以说这类短线市场行为已到了猖獗的地步。即便在大开价值投资风气之先的投资基金那里，市场短线操作行为也十分普遍。大多数投资者和基金经理人都认为自己有很好的信息渠道和信息的数量、质量，似乎他们用“高抛低吸”手法进行炒作，其成绩一定超越别人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

太自信可以用来解释何以市场中有如此众多的投资者会在市场中犯错的原因。他们从所谓的市场信息中获得信心，进而认定自己的判断不会有错。假如市场中所有的投资人都认为他们得到的信息是正确的，而且认为自己知道一大堆其他投资人都不知道的信息，其结果必然导致大量冲动的短线交易。这是产生股票市场波动或大幅波动的一个主要原因。

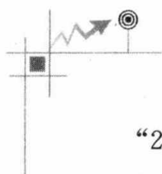
过分自信不但能用来解释在当前中国股市大牛市格局里为什么还有过度短线交易行为，也可以用来解释过去市场上所经历的种种反复无常的行为。过分自信的结果必然滋生过分非理性的市场投资行为。但可惜的是，尽管有理智人士不断呼吁大家用价值投资眼光来看待当今中国的长牛市，投资者还是争先恐后地不断进行着繁复且耗费成本不菲的短线交易。

2. 过度反应。过分自信的极致就是过度反应。如果投资人过度反应行为形成合力，便造成整个股市的大幅震荡。关于过度反应，国外统一理论模型（unified theory model）对此进行了解释。统一理论模型假定市场由两种有限理性投资者组成，他们分别是“消息观察者”（news watchers）和“趋势或动量交易者”（momentum traders）。消息观察者基于他们自己掌握的信息进行预测，而不是根据价格的信息进行预测。趋势交易者恰恰相反，他们只根据近期的价格变化进行预测，而不关心其他信息。模型假设私人信息在信息观察者之间逐步扩散，之后趋势交易者介入导致价格达到峰值，继而价格将长期反转，即为过度反应。

中国股市当前的大牛市格局，就是投资者对以人民币长期升值为背景的流动性泛滥的一种过度反应。他们认为，人民币升值加速流动性过剩，引起资产价格上涨，促使趋势或动量交易者进入市场，使得资产价格进一步上涨，从而造成股市投资者的过度反应。

心理学家还观察到投资者对坏消息有过度、过激的反应，而对好消息的反应则相对迟钝一些，心理学家将这种现象称之为“过度反应偏见”。一旦标的公司股票的短期获利情况不佳，投资人会迅雷不及掩耳地作出过度反应，从而对市场股价造成不可避免的冲击。我们将这种过分重视短线获利现象称为投资人的“近视眼”现象。以下记录了上证指数在大幅下挫时的市场过度反应。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



"2007 年 2 月 27 日，大盘仍然没有止跌迹象，再次下跌 60 多点。银河证券数据显示，开放式基金中，股票型基金在 1 月份最后一周的平均净值损失幅度达到 6.97%。"

"看到基金净值大幅缩水，我把几只基金全部赎回，当时是想等股市止跌的时候再去申购。"刘先生解释当时的赎回冲动。

和刘先生一样，面对股值的深幅下跌，不少基金投资者也纷纷行动。记者从北京、上海、广东三地多家基金公司采访了解到，1 月 31 日开始，各家基金都相继出现了不同程度的赎回。

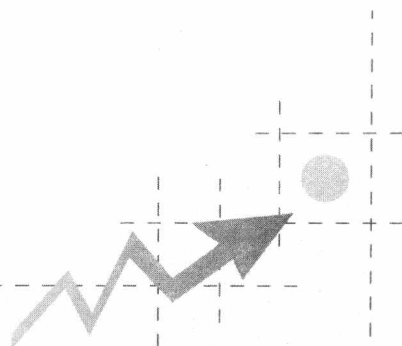
"最为猛烈的要数 2 月 5 日"，上海某银行营业部人士表示，"不少人一大早就来到银行，要赎回基金的人排起了很长的队伍。"

据基金业内人士透露，1 月份最后一周，基金公司还是有申购、有赎回，基本上处于净流入状态。但 2 月 5 日那天赎回相当严重。其中，赎回最为严重的是一些在 2006 年发行、净值增长速度较快的次新基金。据称，个别基金赎回的份额甚至超过 10%以上，比以往一个月累计赎回的数额还多。"①

其实，又有多少投资者会在面对股票价格下降，尤其是出现猛烈下跌的情况时，还能泰然自如地不产生任何过度情绪反应。当这群"失败者"的股票开始有好的表现时，也很少有人能跟上这种走势而迅速买回股票的。

① 大盘下跌引发赎回潮，基金经理睡不着，北京：基金论坛，2007 年 2 月 19 日。

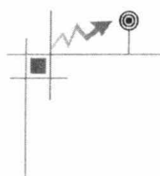
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第六章

打败大盘：学习巴菲特的价值投资策略

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



在长牛市道里的投资策略就是要像投资大师巴菲特一样：(1) 在大众疯狂买进的时候卖出，在大众疯狂卖出的时候买进，甚至在局面似乎越来越好的时候保持一种怀疑的态度；(2) 用平常心来看待长期盘升途中的短暂回调，每一次回调，就是果断逢低吸纳的好机会；(3) 集中投资于中国最优秀的几家企业，一旦买入，保持投资组合至少五年不变；(4) 做好充分心理准备，不论短期股市如何震荡，都对自己所持有的股票充满信心，长抱不放。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特投资简史

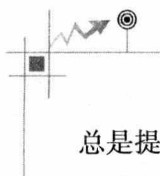
在美国，沃伦·巴菲特被尊为金融界的上帝，他的财富仅次于比尔·盖茨，但他的投资声誉却是名副其实的全球第一。他的身上表现出了太多普通人的特质，例如，每次出国旅行，他的饮食总是老一套：午餐和晚餐吃牛排，每天喝 6 小瓶带樱桃味的可乐。他是亿万富翁，但神态像个在大平原上种植玉米的农民。他穿着随便，对奢侈品毫无兴趣；厌恶高级餐馆，从未沾过一滴酒……他唯一的乐趣是积聚财富。

尽管年轻的巴菲特是个数学天才，但是，他对金融的痴迷程度仍让他那虔诚、节俭的父亲感到非常吃惊。他的父亲从事的是替人理财的事业，却对积累财富本身没有任何兴趣，他希望他的儿子有朝一日能成为一名神职人员。但是，他却发现他的儿子对金钱的力量非常着迷，像是被其咒语所镇住了似的。年轻的巴菲特不会有真正的宗教信仰，对他来讲，重要的是合理性、事实、数字和金钱。

巴菲特八岁的时候，便开始阅读有关股票市场方面的书籍，他曾说过，他在六七岁时就对股票产生了兴趣。“我心中一直有这样一种遗憾，那就是我没有更早一点就开始做股票。”随着年龄的增长，他对股票市场的痴迷有增无减，他开始绘制股票市场价格升降的图表。“我对与数字和金钱相关的任何事情都非常感兴趣。”巴菲特这样说。后来他把股票市场价格升降图表和大多数偏离公司基本面分析的东西都叫做“小鸡走路的痕迹”。

巴菲特 10 岁的时候，开始在他父亲的经纪人业务办公室里做些像张贴有价证券的价格、填写有关股票及债券的文件等事情。1942 年 4 月，11 岁的巴菲特开始小规模地购买股票。他以每股 38 美元的价格，购买了 3 股受欢迎的城市服务股票。当时，这就是他的资本净值。小巴菲特还说服他的姐姐多丽丝和他一起投资。他回忆说，在和姐姐一起走在去露丝黑尔上学的路上，“她

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



总是提醒我说，我还没有作出任何成绩”。所以，最终他以每股 40 美元的价格抛出了他的股票，扣除佣金后，他赚了 5 美元。几年后，受欢迎的城市服务股票的价格飞涨到每股 200 美元。

巴菲特一直关注着股票市场的变化，计算以有利的平均价格买进或卖出股票来赚取高于平均价格的差价利得，并且，他已经意识到，他对股票市场的估计要比其他人更加敏锐、精明得多。在接受《福布斯》杂志采访时，巴菲特曾说：“我 11 岁时就对股票非常感兴趣，那时，我在哈里斯·尤浦汉姆公司打工，负责在木板上做标记。我父亲是那里的股票经纪人，我负责全面工作，从股市行情提示到绘制图形资料，所有的一切都由我来做。当做完这一切后，我就拿起格雷厄姆的《证券分析》来读，阅读这本书就好像是在茫茫黑夜里看到了来自远处的灯光。”

巴菲特的母亲布莱恩特夫人回忆说，巴菲特始终都对股票市场怀有浓厚的兴趣，“对此我从未有过丝毫的怀疑，但也从未想到他会获得如此大的成功。即使在当时，人人都承认他在股票市场方面有出众的才华和独特的见解”。甚至当巴菲特在他的卧室里开办他的合伙公司时，这一举动也并未引起家人的反对。“我们当然认为，他清楚自己在干什么。”布莱恩特夫人说。

巴菲特的老朋友卡罗尔·卢米丝是一位从 1954 年开始一直为《财富》杂志撰稿的新闻记者，她说，少年时代的巴菲特就能把《赚 1 000 美元的 1 000 种方法》这本书背下来，尤其是对本·尼威特机器充满幻想。他想象自己能从一台机器开始，使他的盈利渐增到几千美元以上。卢米丝和巴菲特的联系开始于 20 世纪 60 年代，当时卡罗尔·卢米丝的丈夫约翰是纽约市曼哈顿区第一公司华尔街短期基金经理，他到奥马哈和巴菲特商谈完有关商业事宜后，对他的妻子说：“我认为，我刚刚见过的那个人是这个国家最精明的一个人。”

投资者菲尔·卡雷尔是哈佛大学的毕业生，他也称巴菲特是“美国最精明的人”，红杉基金会的比尔·瑞恩称巴菲特为“美国最精明的家伙”，美国通用电气公司前任执行总裁杰克·韦尔奇曾把巴菲特叫做“世界上精明的人”，总裁飞机公司首席执行官瑞奇·萨恩徒利说“世界上没有一个人能比沃伦·巴菲特更精明”。

1950 年夏天，19 岁的巴菲特用一年的时间完成了 14 门课程的学习，从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国内布拉斯加大学毕业，然后向哈佛商学院申请攻读硕士学位。他经常去奥马哈公共图书馆借阅有关商业方面的图书，并且尽可能多地掌握所能查找到的一切有关会计学和保险业的知识。

后来，他乘火车前往芝加哥，在那里，一个毕业于哈佛大学的男士接见了他。多年以后，巴菲特告诉卡罗尔·卢米丝说，当时这位哈佛毕业生对他的印象是：说是 19 岁，却由于身材消瘦，看起来像是只有 16 岁的样子，相当于一个 12 岁少年的体重。两个人的会面结束后，他进入哈佛大学的梦想也就随之破灭了，因为哈佛大学招生办绝无工作失误的记录，巴菲特的哈佛梦想从此也就告一段落了。

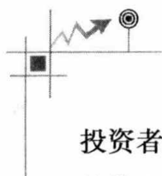
“在芝加哥，双方的会面大约持续了 10 分钟，然后就把我打入失望的深渊。”巴菲特说。哈佛大学的人说他的年龄太小，还不能进入哈佛学习，让他过一两年之后再报考。巴菲特在给他的朋友杰尔·奥瑞斯的信中写道：“哈佛的那些家伙太自命不凡了，他们认为，我只有 19 岁，太年轻了，不能被录取，并建议我再等一两年。所以说，我现在面临着一个严酷的现实，因为我已经在此吃住有四个星期了。我父亲希望我能到某个研究生院继续深造。但是，我已很不喜欢这个主意了。”

两个星期之后，巴菲特再次在信中说：“说实在话，当我收到哈佛大学的来信时，我有点被打垮了的感觉。此后不久，我又等待着哥伦比亚大学的空白申请表，因为哥伦比亚大学有一个非常好的经济系。至少他们有几个教授是教授股票估价课程的大人物，像格雷厄姆和多德。”

被哈佛大学拒之门外，给巴菲特带来了很大的痛苦，但后来的事实证明，这对他来讲也未尝不是一件好事，因为他很快就意识到，教授商业课的权威教授在哥伦比亚大学。巴菲特向哥伦比亚商学院提出了申请，并且很快就收到了入学的通知。

1950 年，在内布拉斯加大学读三年级的巴菲特阅读了本·格雷厄姆的另一本书《聪明的投资者》，这本书倡导人们做“有价值的投资”。一个有价值的投资者总是以低于商品本身价值的价钱，也就是它的内在价值来购买股票。他总是想购买那些能以大大低于公司“相互影响价值”而抛出的股票。同时，格雷厄姆还认为只有当股票能以低于营运资本净值 66%的价格进行交易时，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



投资者才应该购买它。对于格雷厄姆来讲，安全可靠的投资要求高的财产净价值和低的利润，他强调股票价格和利率之间的适当比率。

《聪明的投资者》这本书为巴菲特提供了一个最重要的经商理念，即“只有在不受感情因素影响的情况下进行的投资才是最明智的投资”。也就是说，投资不应受感情的影响，不要寄予盈利的厚望，不要有点损失就忐忑不安，更不要随大流，看别人购买就盲目地跟着购买。

格雷厄姆于1894年出生在伦敦一个从事小古玩生意的犹太家庭。他鼓励投资者关注商业的内在价值——也就是一个明智的商人愿意支付的东西。格雷厄姆曾经说过：“投资者最大的敌人可能就是他自己。”投资者还应记住“安全投资的极限”这一原则，要相信你所购买的股票价值远远大于你在股票市场所做的投资。只有购买股票的价钱以及股票本身的内在价值才是真正重要的事。巴菲特后来说：“‘安全投资的极限’是投资中最重要的几个字。”

在投资前要考虑的因素很多，比如说像公司管理是否完善、股票价格、竞争能力以及特许经营权的持久性等等。但是在价格问题上，本·格雷厄姆以下的这些话对巴菲特来说简直就像至理名言：

“当我们运用“安全投资的极限”这一原则来指导我们对于估值偏低的债券和廉价债券进行投资时，它的重要性就变得很显而易见了。根据这一原则，我们应获取股票价格和体现公司内在价值之间的价差或是估定价格之间的差异性，这种差异就是安全投资的极限。”

“如果某些股票是以特别低的价格购进的，即使赚钱能力稍微降低一些，也不会妨碍投资所带来的令人满意的结果。这样安全投资的极限这一原则就起到了它真正的作用。”

巴菲特之所以能够成为世界上价值投资方面最伟大的实践者，就是因为阅读了这本书，使他有了对投资真谛的顿悟。“对我而言，这本书就好像是在去往大马士革的路上遇到信徒保罗一样。”巴菲特对《奥马哈世界先驱者报》的记者罗伯特·杜尔说。

巴菲特曾经说过：“早在1950年这本书首次出版时，我就阅读了此书，当时我19岁。那时我就认为这是所有投资方面最好的书。现在我依然这样认为。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格雷厄姆的《聪明的投资者》是《证券分析》这本专著的大众版。《证券分析》一书的合著者多德非常欣赏这句话："世界上没有什么新的时代，只有不断出现的新的错误。"

"我不希望听起来像是个狂热的宗教分子或是别的什么，事实上，它确实让我有些疯狂。"巴菲特对基金经理戴维斯这样说。

2000年5月，多德的女儿，住在美国旧金山的芭芭拉·多德·安德森把有她父亲亲笔注解的那本书的第一版送给了巴菲特。此书的赠送仪式是在哥伦比亚大学的商学院进行的。巴菲特每隔两年都要在此做一次演讲。他回忆说，当他在这里求学时，是多德这位哥伦比亚商学院的终身教授帮助他真正进入到商业投资这个领域。

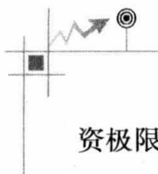
为了说明这本书对他思想上的巨大影响，巴菲特回忆说，有一次，在为美国国际商用机器公司（IBM）的反托拉斯事件作证时，美国国际商用机器公司的律师说，巴菲特的观点和书中的某一段落是有矛盾的。巴菲特反驳说，那位律师引证的那本书是由其他人供稿的第三版，巴菲特背诵的那段在该书的第一版中，第一版中只包括格雷厄姆和多德的文章。

巴菲特总是把《聪明的投资者》这本书，作为任何一位成功的投资者必读的书推荐给投资人。他曾讲过，书的第八章讲的是投资者对于变化多端、不可预测的股票市场的态度，第二十章讲的是关于如何廉价购进股票的技巧，也就是"安全投资的技巧"。这两章是所有投资方面的建议中最重要的两条——一个真正的投资者应学会利用股票价格，不论是在股价高时还是低时，他都能够通过与真正的商业价值作比较后再来低价买进。

该书的第八章说，当开始考虑进入股票市场时，你应该想象得到，你在和"市场"做生意，但是，你要时时刻刻地观察它，因为它既会带给你无尽的财富，也会使你跌入债务的深渊。在这一章中，作者写道："基本上，价格的波动对于真正的投资者来说，只有一个重要的含义，那就是给他提供一个低进高抛的机会。在另外一些场合，如果他能忘记股票市场，并且把关注长期盈利和公司的短期运行结果分开的话，他会做得更好。"

第二十章的内容包括两个方面，一方面是股票价格上的差异，另一方面是股票所代表的标的公司价值或是估定价值，这两者之间的差异就是安全投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资极限。所以，安全投资极限取决于你所付的价格。极好的价格来自于低迷的股票市场。就像是基金经理克里斯·戴维斯喜欢说的那样："在市场处于低落状态下赚钱，别人都会以不一样的目光看你。"巴菲特同时还介绍了投资专家菲利普·费希尔的早期作品以及约翰·瑞恩的《金钱的主人》一书。

巴菲特的学习成绩在哥伦比亚商学院是出类拔萃的，他获得了哥伦比亚商学院的经济学硕士学位。据说格雷厄姆在给巴菲特上过几堂课之后，他就相信年轻的巴菲特将会成为未来最伟大的金融学家。从哥伦比亚商学院毕业后，巴菲特主动要求无偿为格雷厄姆的投资公司——格雷厄姆－纽曼公司工作。"但是本·格雷厄姆非常珍视他惯常的价格计算方式。他谢绝了我的要求。"巴菲特开玩笑地说。

遭到婉言拒绝后，20 岁的巴菲特带着自己的硕士学位回到了奥马哈。在 1951 年至 1954 年间，巴菲特作为一名投资推销员，在父亲的经纪公司工作。

巴菲特的成功得益于他最初为合伙公司确立的投资原则：以真正价值为选择的标准，而不是以是不是热门股作为投资选择标准。正如他的导师格雷厄姆教导的那样，从寻找股票的长期投资价值入手，着眼于企业长期发展，而不在乎每日的市场行情。巴菲特对市场预测白眼相向，"股票市场预测专家存在的唯一价值，是使算命先生更有面子而已"。

巴菲特曾经说过，他对华尔街那群受过高等教育的所谓专业人士的种种非理性行为感到不解。也许是人在市场，身不由己，所以他最后离开了纽约，躲到美国中西部的一个小镇里去了。由此，他远离了市场，也因此战胜了市场。

到目前为止，我们只是简单地提到价值投资这个概念，随着我们分析的一步步展开，会陆陆续续有更深入的探讨。本章的重要目的就是凸显本书的主旨，即提供给投资人一种全新的面向未来的投资策略及投资组合的操作方式。价值投资其实是一个相当简单的观念，就像大部分简单的概念一样。我们首先要仔细了解这个观念的内涵，并观察所有相关的影响层面，然后才能发现价值投资策略的深度、本质和它简朴外表下蕴涵的深刻而稳固的理论基础。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

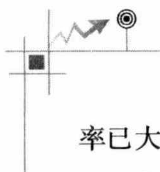
巴菲特的分散多样的投资策略

目前所有的投资组合操作其实不外乎是两种投资策略的拉锯战：积极型投资组合和指数型投资组合。积极型投资组合操作，就是基金经理人不断大量买进、卖出市场的主流股票。他们之所以这么做，主要是为了满足投资基金的客户锱铢必较的短线盈亏心理。不断进出股票市场，追逐当红股票，可以使客户随时都感到该经理人确实在尽忠尽职地操作。唯其如此，客户才有兴趣将资金放在基金经理人那里继续投资，同时也会吸引越来越多的客户将钱投进来。

为了保持投资成绩领先于大盘，经理人不仅要预先估计未来半年的股票市场走向，还要不停地变动投资组合中所持有的股票种类，以期从中牟利。一般而言，采用这种操作方式的股票型共同基金，持股种类常常超过一百余种，股票周转率超过80%以上。指数型投资组合属于一种“买进即持有”的被动型投资组合策略，其操作方式是：大举买进所有指数成分概念股（如标准普尔500股票价格指数概念股、S&P500等），通过这种投资方式来达到分散风险的目的，同时又与指数齐涨共跌，不用担心被大盘打败。与积极型投资策略相比，指数型投资策略是一种较为新颖但又不是很普遍的方法。不过，从20世纪80年代起，指数型基金的投资组合方式正逐渐风行。

以上论及的两种投资组合策略的拥护者一直在争论到底哪一种投资策略能够获取利润更多一些。积极型的经理人声称自己绝佳的选股技术必能胜过指数型操盘手，但遗憾的是，近几年来的获利记录却表明指数型投资组合占据了上风。一份从1977年到1997年间追踪股票市场表现的研究报告指出，采用积极型投资组合的共同基金的成绩虽然曾经战胜了标准普尔500指数，但获利率却每况愈下，报酬率从早期的50%，到近十年来已低于25%。1997年后，这种情况变得更糟，到1998年12月止，90%的积极型投资组合获利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



率已大不如预期。换句话说，只有10%的积极型投资组合表现尚可。

积极型投资组合在现今环境下，其报酬率已很难战胜标准普尔500指数，原因在于他们每年都疯狂地进进出出上百种股票。其实，基金经理人的操作手法多少代表了整体市场的走向，这些经理人通常只买那些有望在短期内获利三倍以上的股票，却没能深入了解这些投资标的的本质情形。这种方法最大的缺点在于每次预估并不见得都准确无误。快速地杀进杀出，必然导致投资成本的增加，累积的交易成本将侵蚀可能的获利空间。

指数型投资组合则在许多方面胜过了积极型投资组合，比如说，这种投资策略避免贸然进出股票市场，从而较能控制住交易成本。但即使以指数型投资组合的最佳成绩看，也不过和整体市场表现打个平手而已。也就是说，指数型基金经理人的操作成绩虽然不比整体市场差，但也好不了多少。

对于投资人来说，上述两种投资组合的最大好处是：通过分散投资可以降低风险。分散投资是指广泛持有多家不同企业的股票或各种不同类型的股票，相对于将资金全部投入单一股票的做法，这个投资策略可以提供较多的安全保障，避免误触地雷股而使投资付诸东流。

以分散投资的方式操作股票，在一定时间范围内，此类股票上的获利可以弥补彼类股票下跌造成的损失。当市况不错时，积极型基金经理人相信，只要增加股票种类，报酬率就一定会大幅度地提升。也就是说，如果买10种股票会胜过只买单一种股票，那么买100种股票岂不比买10种股票更好？

所谓指数，通常是许多不同股票估价变动的综合反映，指数型基金理论正反映出指数的这种精髓，即经理人的操作方式就是广泛持有指数成分概念股。传统的股票型共同基金每天可能要进出上百种股票，目的就是要用持股多样化的方式来分散投资风险。

一直以来，人们都知道要用分散且多样化的方法来进行投资，但也同时麻木地接受了这种方式给投资者带来的平淡无奇的投资结果。虽然无论是积极型还是指数型投资，都是依照分散投资的操作原则进行的，但它们均无法提供更高的报酬。聪明的投资人不禁要问：我们真的愿意继续接受这种与市场平均获利水平持平的报酬结果吗？还有什么其他办法能够赚取更高的投资报酬吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个全新的投资理念

对于市场上长期以来使用的积极型与指数型这两种操作方式，巴菲特究竟是如何看待的呢？如果一定要他选择的话，我们相信，他会毫不犹豫地选择指数型操作方式。因为站在投资人角度来考虑，他们通常对企业的营运状况不甚了解，但他们又希望能从投资股票中获利，并且投资风险越低越好，而指数型操作法正好符合了这些要求。巴菲特以他独特的声调说："以一个门外汉的投资人来说，想要胜过专家操作获利，可以用定期定额方式投资指数型投资组合。"然而，巴菲特话语一转，郑重地提出了可供投资者选择的第三种方式，他的这种投资方式不仅有别于积极型的投资方式，获利甚至超过了指数型投资方式。这种新的投资策略，我们在这里称之为"价值投资方式"。

巴菲特通过多年来的研究与实践所发展出的这套独特的投资方法，核心就是如何将资金投注于表现优异企业的股票。如果企业营运状况良好，同时经营者又有智慧，这家企业的股票价格迟早会对营业收入的表现作出正面反应。所以巴菲特不只参考股票价格的走势，他更用心追踪企业营运状况和评估企业管理者的实力和企图心。

实际上，评估企业的价值并不是一件容易的事，毕竟要收集、分析种种相关的营运资料，这是相当费时、费精力的。尽管如此，巴菲特仍认为，吃力的评估工作所需的时间和精力却仍然要比花大量时间想方设法搞到其他旁门左道的办法要来得有效得多，而且可能终生受益无穷。

巴菲特采用的评估过程是首先检验自己的投资原则，再检验投资标的条件是否与投资原则相符合。在表 6—1 里，我们罗列了巴菲特的投资原则，投资者也可以将它们看作是检验投资标的质量的重要工具表。其中，每一项原则都是一个可以独立使用的分析工具，把所有这些原则通过分析结果加以整合，便可以有效地找出哪家公司最有可能具有不错的营运表现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

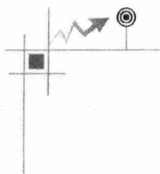


表 6—1 沃伦·巴菲特的选股原则

产业原则 这家公司的业务是否单纯和易于理解 这家公司是否有持续增长的营运记录 这家公司是否有长期的发展潜力
经营原则 经营者的经营理念是否合理 经营者对股东是否坦白诚信
财务原则 重视股东报酬率而非每股盈余 计算公司拥有的获利率 寻找毛利率高的公司 确定公司的保留盈余，公司最少要能创造一元的市值
市场原则 这家公司的业务价值在哪里 这家公司是否会以低于价值的价格被收购

如果仔细根据这些投资原则来评估投资标的，投资人自然而然地会找到符合巴菲特价值投资原则的好股票来，因为依照这些原则筛选出来的企业，过去必定有长久优良的营运记录、卓越的经营管理团队和稳定的未来获利能力，而价值投资的观念就是将资金集中投资在符合这些原则的绩优企业上。而从数学演绎出来的“概率”，便是巴菲特价值投资的理论基础。有关这方面的内容，我们将在第六章做详细的阐述，并说明如何将其应用于投资实务上。这里，读者只要先把“绩优企业”和“概率”这两种选股标准牢记在心就可以了。通过训练，我们完全可以找到信誉良好、前景不错的绩优企业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

集中持股原则

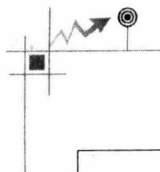
巴菲特曾经建议“那些什么都不懂的投资人最好选择指数型投资组合基金”，因为最起码他们的战绩不会输给市场。但他同时认为，对那些稍对投资有所了解、又能够分析企业营运状况，并且能够找出 5 到 10 家具有长期发展潜力的投资标的的投资人来说，就没有必要使用传统的分散投资的方法了（参见表 6—2）。

表 6—2　伯克希尔公司集中持股投资组合（1988 年～1997 年）①

股票数量	公司名称	成本（千美元）	市值（千美元）	投资组合	年报酬率（%）	加权报酬率（%）	平均加权报酬率（%）	2%加权报酬率（%）
1988 年								
3 000 000	资本城	5 175 000.00	1 086 750.00	35.6	5.1	1.8	1.0	0.1
6 850 000	盖可公司	45 713.00	849 400.00	27.8	13.5	3.8	2.7	0.3
14 172 500	可口可乐	592 540.00	632 448.00	20.7	22.8	4.7	4.6	0.5
1 727 765	华盛顿邮报	9 731.00	364 126.00	11.9	13.6	1.6	2.7	0.3
2 400 000	联邦房地产贷款	71 729.00	121 200.00	4.0	0.0	0.0	0.0	0.0
总计		1 237 213.00	3 053 924.00	100.0	11.9	11.0	16.0	
标准普尔报酬率 16.6%②								
1989 年								
23 350 000	可口可乐	1 023 920.00	1 803 787.00	34.8	77.0	26.8	15.4	1.5
3 000 000	资本城	517 500.00	1 692 375.00	32.6	55.8	18.2	11.2	1.1
6 850 000	盖可公司	45 713.00	1 044 625.00	20.1	24.2	4.9	4.8	0.5
1 727 765	华盛顿邮报	9 731.00	486 366.00	9.4	34.6	3.2	6.9	0.7
2 400 000	联邦房地产贷款	71 729.00	161 100.00	3.1	0.0	0.0	0.0	0.0
总计		1 668 593.00	5 188 253.00	100.0	53.1	38.3	32.3	
标准普尔报酬率 31.6%								

① 晨星公司（Morning star Inc.），1988 年～1997 年。
② 标准普尔（市场报酬率）代表 90%的投资组合。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



（续 表）

股票数量	公司名称	成本（千美元）	市值（千美元）	投资组合	年报酬率（%）	加权报酬率（%）	平均加权报酬率（%）	2%加权报酬率（%）
1990年								
46 700 000	可口可乐	1 023 920.00	2 171 550.00	40.2	22.7	9.1	3.8	0.5
3 000 000	资本城	517 500.00	1 377 375.00	25.5	−18.6	−4.7	−3.1	−0.4
6 850 000	盖可公司	45 713.00	1 110 556.00	20.5	7.5	1.5	1.3	0.2
1 727 765	华盛顿邮报	9 731.00	342 097.00	6.3	−28.4	−1.8	−4.7	−0.6
5 000 000	威尔斯·富国	289 431.00	289 375.00	5.4	−16.8	−0.9	−2.8	−0.3
2 400 000	联邦房地产贷款	71 729.00	117 000.00	2.2	−25.4	−0.6	−4.2	−0.5
总计		1 958 024.00	5 407 953.00	100.0	2.7	−9.8	−3.9	
标准普尔报酬率−3.1%								
1991年								
46 700 000	可口可乐	1 023 920.00	3 747 675.00	42.9	75.4	32.4	10.8	1.5
6 850 000	盖可公司	45 713.00	1 363 150.00	15.6	23.8	3.7	3.4	0.5
24 000 000	吉列公司	600 000.00	1 347 000.00	15.4	81.8	12.6	11.7	1.6
3 000 000	资本城	517 500.00	1 300 500.00	14.9	−5.5	−0.8	−0.8	−0.1
2 495 200	联邦房地产贷款	77 245.00	343 090.00	3.9	188.0	7.4	26.9	3.8
1 727 765	华盛顿邮报	9 731.00	336 050.00	3.9	0.2	0.0	0.0	0.0
5 000 000	威尔斯·富国	289 431.00	290 000.00	3.3	5.3	0.2	0.8	0.1
总计		2 563 540.00	8 727 465.00	100.0	55.5	52.7	33.5	
标准普尔报酬率 30.4%								
1992年								
93 400 000	可口可乐	1 023 920.00	3 911 125.00	35.1	5.8	2.0	0.7	0.1
34 250 000	盖可公司	45 713.00	2 226 250.00	20.0	64.2	12.8	8.0	1.3
3 000 000	资本城	517 500.00	1 523 500.00	13.7	17.2	2.3	2.1	0.3
24 000 000	吉列公司	600 000.00	1 365 000.00	12.3	2.7	0.3	0.3	0.1
16 196 700	联邦房地产贷款	414 527.00	783 515.00	7.0	7.4	0.5	0.9	0.1
6 358 418	威尔斯·富国	380 983.00	485 624.00	4.4	34.5	1.5	4.3	0.7
4 350 000	通用动力	312 438.00	450 769.00	4.0	96.7	3.9	12.1	1.9
1 727 765	华盛顿邮报	9 731.00	396 954.00	3.6	20.4	0.7	2.6	0.4
总计		3 304 812.00	11 142 737.00	100.0	24.2	31.1	11.4	
标准普尔报酬率 7.6%								

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

1993年								
股票数量	公司名称	成本（千美元）	市值（千美元）	投资组合	年报酬率（%）	加权报酬率（%）	平均加权报酬率（%）	2%加权报酬率（%）
93 400 000	可口可乐	1 023 920.00	4 167 975.00	37.9	8.3	3.1	1.0	0.2
34 250 000	盖可公司	45 713.00	1 759 594.00	16.0	−19.7	−3.1	−2.5	−0.4
24 000 000	吉列公司	600 000.00	1 431 000.00	13.0	6.4	0.8	0.8	0.1
2 000 000	资本城	345 000.00	1 239 500.00	11.3	22.0	2.5	2.8	0.4
6 791 218	威尔斯·富国	423 680.00	878 614.00	8.0	73.0	5.8	9.1	1.5
13 654 600	联邦房地产贷款	307 505.00	681 023.00	6.2	4.9	0.3	0.6	0.1
1 727 765	华盛顿邮报	9 731.00	440 148.00	4.0	12.9	0.5	1.6	0.3
4 350 000	通用动力	94 938.00	401 287.00	3.6	48.5	1.8	6.1	1.0
总计		2 850 487.00	10 998 641.00	100.0	11.7	19.5	11.6	
标准普尔报酬率10.1%								
1994年								
93 400 000	可口可乐	1 023 920.00	5 150 000.00	36.9	17.4	6.4	1.7	0.3
24 000 000	吉列公司	600 000.00	1 797 000.00	12.9	27.4	3.5	2.7	0.5
2 000 000	资本城	345 000.00	1 705 000.00	12.2	37.8	4.6	3.8	0.8
34 250 000	盖可公司	45 713.00	1 678 250.00	12.0	−2.6	−0.3	−0.3	−0.1
6 791 218	威尔斯·富国	423 680.00	984 272.00	7.0	15.2	1.1	1.5	0.3
2 775 994	美国运通	723 919.00	818 918.00	5.9	12.4	0.7	1.2	0.2
13 654 600	联邦房地产贷款	270 468.00	644 441.00	4.6	3.2	0.1	0.3	0.1
1 727 765	华盛顿邮报	9 731.00	418 983.00	3.0	−3.2	−0.1	−0.3	−0.1
19 453 300	PBG银行	503 046.00	410 951.00	2.9	−23.6	−0.7	−2.4	−0.5
6 854 500	盖涅特公司	355 216.00	365 002.00	2.6	−4.5	−0.1	−0.5	−0.1
总计		4 280 693.00	13 972 817.00	100.0	15.3	8.0	2.6	
标准普尔报酬率1.3%								
1995年								
49 456 900	美国运通	1 392.70	2 046.30	10.6	42.8	4.5	6.1	0.9
2 000 000	资本城	345.00	2 467.50	12.8	44.9	5.7	6.4	0.9
100 000 000	可口可乐	1 298.90	7 425.00	38.4	46.1	17.7	6.6	0.9
12 502 500	联邦房地产贷款	260.10	1 044.00	5.4	68.2	3.7	9.7	1.4
34 250 000	盖可公司	45.70	2 393.20	12.4	44.1	5.5	6.3	0.9
48 000 000	吉列公司	600.00	2 502.00	12.9	41.1	5.3	5.9	0.8
6 791 218	威尔斯·富国	423.70	1 466.90	7.6	15.2	1.2	2.2	0.3
总计		4 366.10	19 344.90	100.0	43.6	43.2	38.3	
标准普尔报酬率37.6%								

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续 表）

1996 年								
股票数量	公司名称	成本（千美元）	市值（千美元）	投资组合	年报酬率（%）	加权报酬率（%）	平均加权报酬率（%）	2%加权报酬率（%）
49 456 900	美国运通	1 392.70	2 794.30	11.4	39.8	4.5	5.0	0.8
200 000 000	可口可乐	1 298.90	10 525.00	43.0	43.2	18.6	5.4	0.9
24 614 214	迪斯尼	577.00	1 716.80	7.0	19.1	1.3	2.4	0.4
64 246 000	联邦房地产贷款	333.40	1 772.80	7.2	34.2	2.5	4.3	0.7
48 000 000	吉列公司	600.00	3 732.00	15.3	50.9	7.8	6.4	1.0
30 156 000	麦当劳	1 265.30	1 368.40	5.6	1.2	0.1	0.1	0.0
1 727 765	华盛顿邮报	10.60	579.00	2.4	20.6	0.5	2.6	0.4
7 291 419	威尔斯·富国	497.80	1 966.90	8.0	27.6	2.2	3.4	0.6
总计		5 975.70	24 455.20	100.0	37.5	29.6	24.0	
标准普尔报酬率 23.0%								
1997 年								
49 456 900	美国运通	1 392.70	4 414.00	13.9	59.8	8.3	7.5	1.2
200 000 000	可口可乐	1 298.90	13 337.50	42.0	27.9	11.7	3.5	0.6
21 563 414	迪士尼	381.20	2 134.80	6.7	42.8	2.9	5.4	0.9
63 977 600	佛雷迪	329.40	2 683.10	8.4	53.8	4.5	6.7	1.1
48 000 000	吉列公司	600.00	4 821.00	15.2	30.4	4.6	3.8	0.6
23 733 198	旅行家集团	604.40	1 278.60	4.0	78.8	3.2	9.9	1.6
1 727 765	华盛顿邮报	10.60	840.00	2.6	47.0	1.2	5.9	0.9
6 690 218	威尔斯·富国	412.60	2 270.90	7.1	28.2	2.0	3.5	0.6
总计		5 029.80	31 780.50	100.0	38.5	46.1	35.4	
标准普尔报酬率 35.35%								

传统的分散投资有些什么缺点呢？最大的问题就是：分散投资往往将资金投注在连投资人自己也并不清楚的股票上。而巴菲特建议基金经理人应用上述选股原则取舍可能的投资标的，最多投资 5 到 10 家公司。所以要简单回答“到底要买多少种股票才算是集中持股”的问题，按巴菲特学派的人来说，其答案就是持股最多不超过 15 种。

其实比决定要买多少只股票更难的事情是了解为什么要集中持股。原因就是价值投资若有持股太过复杂的投资组合，失败的可能性将增加。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特常常引述英国经济学家凯恩斯的话来证明他的理论的正确性。1943 年，凯恩斯在写给一位商界朋友的信中提到："如果投资人以为将资金分散投资于不同企业就可以降低风险，那就大错特错了。其实他们对所投资的公司的营运现况并不熟悉，更别提能完全掌握这些公司的未来发展……每位投资人的了解其实都很有限，就连我自己都无法在短时间内对二三家企业有完全的了解。"凯恩斯可能是第一位替价值投资理论背书的学者。

影响巴菲特更多的应该是菲利普·费希尔（Philip Fisher）。费希尔是近半世纪以来美国最杰出的投资顾问，他的两本著作《非常潜力股》（Common Stocks and Uncommon Profits）和《投资股票致富之道》（Paths to Wealth through Common Stocks）一直被巴菲特所称颂。

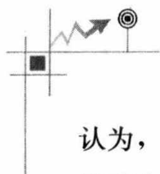
费希尔以价值投资组合而著名，他喜欢集中持有少数他充分了解的绩优股。自 1929 年美国股票市场大崩盘之后，费希尔便成立了自己的投资顾问公司，同时也体会到了让委托客户获利的极其重要性。他认为，如果对投资标的越了解，操作成绩就会越好。一般说来，费希尔会将投资标的公司的数量缩减到 10 家以下，并将五分之三的资金集中投资于其中的三到四家。

费希尔在 1958 年出版的书中提到："操盘人或投资顾问通常不会投资一家不甚了解的企业，或者操作不完全分散风险的投资组合。"年迈的费希尔至今仍然坚持他的投资理念。"如果市场上有稳赚的股票，大家一定打破头抢着要买，但事实上稳赚的股票是很难找到的，所以我不是等到这种机会来了才大量买进，要不然就什么都不买。"

费希尔的儿子肯·费希尔（Ken Fisher）也是一位成功的基金经理人。他简述了父亲的理念："我父亲的投资策略之所以与众不同，就是因为他深信持股种类越少，获利反而越多。"对巴菲特而言，一家公司若真的值得投资，他会大幅加仓投资，从这样的投资行为可以看出他深受费希尔的影响。费希尔和所有其他成功的基金经理人一样，都是非常严谨地研究投资标的，他会不厌其烦地走访潜在投资标的公司，增加对它们的了解。只要看到他喜欢的企业，他就会投入大笔资金。肯·费希尔表示，他父亲总是能独具慧眼地看出未来哪些企业具有成长的潜力。

巴菲特的成功也再次印证了费希尔这一价值投资理念的有效性。巴菲特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



认为，每位投资人如果认真做好研究，找到一类自己认为很好的投资标的，就要有勇气和信心将自己所有资产的十分之一投进去。由此看出，为什么巴菲特认为最好的投资组合不能超过 10 种股票，因为每一种股票大约要押上可投资资金总额的十分之一。但价值投资不是简单地去挑选 10 种好股票，然后将资金平分于这些股票上。因为即使它们全都是高获利股票，彼此之间还是有程度之分的，好的股票才值得集中投资较多的资金。

扑克牌游戏（二十一点）的玩家都知道，当手中的牌对自己非常有利时，就要尽量下注。在许多人眼里，基金经理人和二十一点的赌徒在这一点上没有什么两样，或许是因为他们的玩的方法都是源于数学中的概率原理。除了概率之外，数学还提供了另一个叫做是“凯利最佳模型”（Kelly Optimization Model）的原理。这种模型利用概率预估投资组合中最合适的组合比例。有关“凯利最佳模型”，我们将在第六章中进行深入、仔细的分析。

当然，当巴菲特在 1963 年晚期决定买下美国运通公司（Ameircan Express）股票时，是否他的心中就已有了凯利最佳模型，我们就不得而知了。但无论如何，这一次投资再一次证明了巴菲特过人的胆识。从 1950 年到 1960 年间，巴菲特回到位于内布拉斯加州的老家，担任一家投资顾问公司的合伙人，他的这一合伙人资格，使他得以运用大笔资金集中投资在获利率不错的股票上。

1963 年，一个千载难逢的投资机会出现了，在提诺·安琪利斯色拉油丑闻案爆发期间，美国运通公司的股票价格从 65 美元暴跌到只剩下 35 美元，因为大家都认为美国运通因为收受仓库假收据而被罚款数百万美元。巴菲特却在美国运通股票价格大跌之后看到了机会，于是大举投资 1 300 万美元。这笔数目相当于他所属的顾问投资公司可投资资产的 40%左右，投资顾问公司也因此取得美国运通公司 5%的股权。接下来的两年，这一股票的价格足足上涨了 3 倍，巴菲特遂将股票出清，共获利 2 000 万美元之巨。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

咬住青山不放松

价值投资与高度分散、高周转率的操作理念正好完全相反。和所有积极型的操作手法相比较，价值投资是长期最有可能获利的投资方法。但投资人需要耐心地持有他们手中的投资组合，不被别人的短线获利所诱惑。

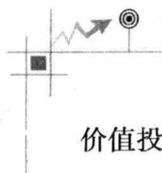
银行利率的变动、通货膨胀，或是企业获利预估数字公布等因素，虽然都可能影响到股票价格的短线走势，但时间一旦拉长，潜藏在企业内部的获利增长力自然会主宰股票价格。到底要持有股票多久才算是比较好？答案是：没有绝对的时间限制。巴菲特认为，有人说至少要持有五年，这其实是一个很愚蠢的说法。持股长抱的目的绝非要刻意让股票周转率接近于零，若是过于坚持完全不卖以致错过脱手的最佳机会也是不对的。所以，若以周转率来衡量，一般应控制在10%～12%左右。10%的周转率表明持股将可能持续约10年以上；而周转率20%，则表示持股大约达五年左右。

股票价格波动是价值投资所要面对的另一副产品。传统的积极型投资组合就是利用分散投资来企图抵消股票的价格波动。积极型基金经理人太了解投资人每个月收到基金对账单后的心理变化：当他们看到自己所投资的基金净值下跌，就算明明知道股票价格本来就有涨跌这一道理，心里仍不免产生慌张的情绪。

事实上，投资组合越分散，股价变动的激烈性在对账单上的反应就越不明显。对于大多数投资基金的客户来说，分散投资的方法的确很安全，因为所有的波动都被分散投资抵消了。但事情的另外一面是，获利曲线相对平坦、乏善可陈。所以分散投资的方法虽然不会引起客户太大的情绪反应，但永远只能获得较为一般的利润。

然而，价值投资的目的是要追求远高于一般获利水平的高报酬率。尽管我们已经通过实际的案例来验证了这种投资策略的成功之处，但平心而论，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



价值投资过程并不见得都是平坦而顺利的，价值投资人也必须做好忍受市场短期波动起伏的心理准备。有一点可以肯定的是，潜藏于企业内部的真实价值终究会反映在股票价格上，而未来的股票价格上涨空间也将足以弥补短期股票价格波动所导致的损失，甚至产生更高的报酬率。

巴菲特堪称是不受市场短期波动起伏影响的具有极好心理状态的典范，他很少在意股票价格的一时波动。在这方面，巴菲特的老同事、老朋友，同时也是伯克希尔公司的副总裁查理·蒙哥也是如此。熟读伯克希尔公司年度报表的人都知道，他们两人在投资方面，不仅理念一样，而且更是互补对方不足的一对绝配合伙人。

蒙哥和巴菲特一样，在 20 世纪 60 年代到 70 年代经营了一家投资公司，因此可以自主地运用大笔资金操作投资组合。他过人的才智和投资操作手法再次验证了价值投资学派的理论精髓。蒙哥表示："在 60 年代我真的把复利表拿出来，然后比较所有股票的表现，假设各类投资组合的可能最高报酬率。"他运算各种投资组合的可能结果，也曾将他实际的持股放进各种组合中，以预测可能的报酬率及波动性，因为他认为计算所有的可能结果是最直接有效的办法。

蒙哥也提到："我觉得我就像是玩扑克牌的人，只要手上的牌非常好，就会大举加仓。"并且他认为："如果能真正掌握少数公司股票价格未来的可能走势，其实持有三种类型的股票就足够了。因为只要能完全了解这少数标的公司的状况，就算短期的股票价格波动也不会对我有任何心理影响。大家也都认为我最能克服因股价波动造成的心理障碍，这就是我坚信自己的投资操作方法的必然结果。"

有些人天生好运，特别能克服由股票价格短期波动所造成的心理障碍，但这种特质也可以靠后天学习培养出来。首先就是要调整惯有的投资操作观念和方法。如果观念和操作方式一时无法立即调整过来，可以试着在市场行情发生波动时，让自己处变不惊，也不要随意抢着入场投资。这里就涉及到投资心理学的问题，笔者会在第七章里加以详述。只有对投资心理越了解，才越能掌控投资行为。社会学家们已经注意到心理层面对包括投资在内的社会行为的影响，从而发展出一门"行为财务学"，由此提供了另一种衡量投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成功与否的方式。例如股票价格下跌让人心碎，但换个角度考虑，这正是重新评估投资组合未来可能表现的最好时机。虽然评估不见得有立竿见影的效果，但对未来投资形势的判断应该是有所帮助的。巴菲特更是乐观地认为，评估绝对对投资有莫大的帮助。

我们之前说过，价值投资只是一个简单的投资理念，它和逻辑推理、数学和心理学等方面的知识紧密相关。我们已经讨论了价值投资的原则和观念，现在就把这些枯燥的原则简化成基本的投资纲要。简言之，价值投资过程包含了下列重要步骤：

——以巴菲特的投资选股原则评估企业，选择 10 到 15 家未来能获利增长并能延续过去良好表现的绩优股。

——分配投资资金时，要将大部分资金集中投资于未来获利能够高速增长的企业。

——只要股票市场不持续恶化，保持投资组合不变至少五年；可能的话，越久越好。同时做好充分的心理准备，不被股票价格的短期波动所左右。

股市心理学的启示

本质上讲，在中国长牛市道里的股票投资，不仅仅是如何采用一套卓有成效的炒股方法的问题，它更是投资人人格心理特征的一种展现，是由经验、知识和渴望获利所形成的心理状态的一种“合力”结果。投资者在股市里是纯粹的价值搜寻者，就像他们在外面吃一顿晚餐，在超市购买各种商品，在车市里挑选新车，在房市寻找自己喜爱的房子一样，他们是不愿支付超额价格去买一只还在高位的股票，或轻易卖掉一只还刚刚在底部价起步的股票。那么，在长牛市里，又如何分辨价值型投资人和非价值型投资人的不同呢？答案可以从我们的日常生活中去找：

——价值型投资人会去租一盘 3 元的录像带，而不会跑到电影院支付 120

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



元看一场同样的电影。

——价值型投资人会等待丰田或福特车降价促销时，将开了多年的旧车换购成新车，而不会在新车型刚刚面市的时候就赶去凑这个热闹，因为新款车将意味着要支付多得多的钱。

——价值型投资人会购买一包简装无牌子的麦片，而不会去买一盒包装精美、所费很贵的品牌麦片。

——价值型投资人会在春天或夏天季节以5折的价格买进冬衣，以便等到来年冬天时穿，而不会在冬天时跟着大多数人一样冲到商店里高价抢进冬衣。

——价值型投资人不会购买标价几百元的比尼填充玩具，而会以更低的价格买下仍然会使小孩玩得很尽兴的普通玩具。

这些消费行为模式和我们今天在中国的股票市场投资有关联吗？有！上述各例中，价值型消费者总是设法寻找低价买进的机会，或去寻找价格较低的替代品。我们绝不应将这类行为视为贪图小便宜，相反，他们的消费行为反映出不愿意为商品支付超过“公平市场价格”的心理和观念。当然，公平市场价格这个概念是难以捉摸且又十分主观的，要设定一个公平市场价，就必须在买进前判断该商品的价值。例如，在决定租借录像带而不去看电影时，消费者就必须先设定花20元看一场电影实在太贵的观念，自然，花二三元租借录像带就是完全可以接受的。同样，消费者不去购买标价30万元的别克轿车，而是在几年后当中国兑现降低关税承诺后市场出现了大幅降价后再去买汽车的消费策略。这时，消费者一定就会觉得它非常物有所值。事实上，上述例子都说明了一个共通点，即以低价买进好的商品，或者买进同质的替代品，这比高价抢进同样的东西要划算得多。

与上述消费实例相同的投资案例，我们都可以在巴菲特及其他价值投资学派的人身上看到缩影。他们相信自己的成就靠的就是研究而不是运气，他们的决策源自自身的缜密思考，而从不受短期事件影响而情绪化地进入或撤出股市。他们了解股市风险的本质，而且有信心接受市场的结果甚至是残酷的结果。在中国股市大牛市的今天，一个成功的投资者，就要大力倡导巴菲特等人的这种体现价值投资理念的情绪特征。作为价值投资者，你必须特别

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

注意自身的心理修养。我想，一个有良好价值投资素养的投资人应该做到：

1. 视股票投资为正规事业。巴菲特说："投资人最重要的就是以合理价格，投资一个业务单纯、前景明确、未来 10 到 20 年能够稳定获利、高速增长的公司。经过时间验证，你会发现只有少数公司才合乎这种标准。一旦发掘出这类优秀公司，就该大举投资。"巴菲特坦言："如果没有找到我愿意将十分之一资产投入并持有的股票标的时，就什么都不买。因为如果我不想投资很多，就表示这个投资标的不怎么样。"

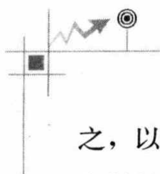
那么投资人到底应该持有多少只股票合适呢？巴菲特认为，必须视每个人的投资策略而定。如果你具备分析和评估企业的能力，就没有必要分散持有太多股票。那些广泛分散投资的人通常都不知道自己真正在做什么。其实并没有什么硬性规定要求投资人必须在每个产业上都有投资，你不必为刻意分散风险而持有四五十只甚至一百多只股票。巴菲特表示："过分分散的投资分散了对个别绩优股票的集中持有，从而使整体获利空间受到挤压。如果你所投资的绩优公司财务风险低，而且具有长期获利的发展前景，那么为什么还要将资金分散在其他标的上而不加仓现成的绩优股呢？"

2. 减少投资组合的周转率。千万不要误以为经常买进卖出会提高投资组合的报酬率。我们都知道股票周转率越高，踏空的风险反而增大，而且交易成本随之增大，从而降低整体报酬率。只要我们当初决定投资该公司的背景因素都没有改变，继续持有这些公司的股票将可使未实现利益以复利的形式增长。

面对你的投资组合，就像是董事长面对旗下所有的子公司一样，母公司是不会轻易售让"下蛋"的子公司的。不能只为了眼前的一些蝇头小利而放弃未来长期巨大的获利增长空间。股票投资如同经营企业一样，投资者持有绩优公司的股票，必须耐心又耐心，这与企业家对其钟爱的企业所显示出的那份执著是一样的道理。

3. 运用另类业绩评估指标。价值投资的策略倾向于看重基本面的评估，而不是价格。以基本面导向来进行投资，连同集中持股的策略一起可以让投资人更多地了解公司的经营状况，有效降低投资组合风险。依据这种投资策略，当价格波动时反而可以使投资人用合理的低价格买入更多的绩优股。反

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



之，以价格导向策略进行投资，势必投资分散，投资者与标的公司的关系也变得松散，每当价格一有波动，就急着想脱手手中持有的股票。基本面导向的投资策略使投资人得以了解标的公司股票价格的长期走势，因为股票价格终将反映该股票基本面的价值。如果公司基本面良好，股票价格迟早会上涨；基本面差，股票价格最终要下跌。

如依此基本策略去做，投资人便已具备了成功概率较高的赢家优势。相反，试图推测短期股票价格走势的投资方式则是必输的玩法。虽然基本面导向的投资策略并不以短期股票价格变化作为衡量标准，但是这并不意味着价值投资不需要评估标的公司的业绩指标，我们只是用比较另类的指标去评价罢了。正如巴菲特一样，价值投资人可以以标的公司未来的获利增长来衡量投资组合的优良与否，比如以持有股票数乘以持有公司的每股盈余，将其总和起来，就可以得知投资组合的总获利能力。巴菲特解释道："投资人就像企业主一样，目标都是使自己的投资组合或转投资事业能在十年内或更多的时间里获得丰厚的利润。"

4. 学会思考概率。投资也涉及数学，但不需要什么太高深的数学知识，大概只要有高中程度即可。在投资过程中，数学的运用仍需要辅以主观的概率分析，此种技能是由投资经验累积而成的。巴菲特在很多场合都说过，他是一个生意人，因为他懂得如何投资，所以才能出类拔萃。

只要你花时间研究股票，阅读公司年报和相关财经杂志，潜心调查公司的基本面变化而非股票的价格变化，自然而然你就能计算出盈利的概率来，同时也能快速掌握隐藏在股价变动后面的公司基本面的真实情况。

如果你是重视公司基本面的投资人，你就会发现你能够轻松地思考投资获利的概率，这也是你的竞争利基。

5. 等待有利投资机会。投资想要有较好的成绩，就必须等待投资标的的最佳机会。许多投资人的成绩不好，是因为他们像打棒球一样，常常在球带位置不好的时候挥棒。也许投资人并非不能认清一个好球（一家好公司），可实际就是忍不住、乱挥棒，这才是造成成绩差的主要原因。

那么怎样做，才能克服这种毛病呢？我们建议投资人要想象自己握着一张只能使用 20 格的"终身投资决策卡"，规定你的一生只能做 20 次投资抉

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

择，每次挥棒后此卡就被剪掉一格，剩下的投资机会也就越来越少，如此，你才可能慎选每一次的投资机会和投资时机。

做一个理性的价值投资者

价值投资谨记。就像要享受飙车的快感就必须背负安全驾驶责任、熟读操作手册一样，如果投资人决定要采取价值投资策略，就必须切实遵守以下原则：

——在没有确定是否将投资股票当作是经营企业之前不要轻言投资。

——靠自己的勤奋努力分析标的公司的基本面状况，同时也分析你所不喜欢的公司的基本面，使自己成为对该公司或产业最明白的人。

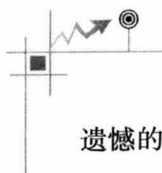
——如果你没有准备最少要持有股票超过五年以上，就不要轻言采取价值投资策略。对讲究投资安全的人来说，持股时间越长，其安全保障越大。

——投资组合切忌融资。切记，突然而来的金融风暴以及随之而来的保证金追讨，将可能使未来有可能大获盈利的投资组合化为泡影。

——修身养性以配合执行价值投资策略。作为价值投资人，最重要的目标就是努力去了解你的投资标的。如果你愿意比一般投资人付出更多的精力来分析标的公司，你就会掌握更大的竞争优势。然而遗憾的是，许多投资人宁愿花时间无聊地追逐当下市场状况，也不愿意花时间去研读公司的年度报告。但是请相信，一味相信股票市场上那种东拼西凑的小道消息或惯于用一些旁门左道来作为投资策略，是绝对比不上花几十分钟阅读投资标的公司的最新营运和财务报告来得更加实用有效。

从别人智慧的结晶中吸取精华。从别人智慧的结晶中吸取精华，而不是自以为可以坐着，单凭幻想就知道天下所有的事情，没有人有这么聪明。建议投资者读一点格雷厄姆等投资大师的书，对价值投资理念进行深入的研究。你可以从别人的投资理念中学习到许多东西，充分吸取别人身上最好的东西。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



遗憾的是，许多人非常排斥学习任何新知，也不用别人经过实践证明是有用的知识，固执地拒绝改变自己的想法。

学习价值投资学派的典范。价值投资法则其实很简单，但令人费解的是很少人愿意使用它。一个非常有趣的问题是：如果价值投资法则是对的话，那为什么股市上还有这么多投资人仍然坚持用非价值投资的方法来进行投资？可以作出解释的是，科学进化的过程并非很顺利，虽然人们直觉上认为科学发现的过程就是将新的发明像砌砖一样加在已知的发明之上，但科学的发明经常是建立在危机发生的基础之上的，只有当危机来临时，科学的发明创造才得以被社会用来治理危机而被承认。因此，构建一门新的科学，首先第一步就是要将当时的主流思考模式和典范彻底去掉。历史的演变似乎正好契合上述的认识，哥白尼的理论推翻了当时以地球为宇宙中心的看法，爱因斯坦的相对论使欧基米德几何学相形失色。从这些例证中可以看出，每个典范在被转移前通常都会经历充满危机的时代。

当前，在中国股市争论不休的到底是广泛分散投资组合好还是价值投资组合好的问题，正是上述那种观念准备转移的危机时刻。在典范转移前，我们会先看到一些异常的事物出现。例如，在美国学术界，一直试图将巴菲特及其投资学派当作是异类人物和流派来看待，他们把巴菲特及其流派仅仅看成是一个成功的特例，未来恐怕很难再出现巴菲特现象。有些经济学家再度套用他们最经典的猩猩例子来加以比喻，他们说："如果你将足够多的猩猩放在一间房间里，从统计学观点看，很有可能其中就有一只会有所谓的'巴菲特现象'。"

如果上述经济学家的比喻是合乎逻辑的话，那么他们又如何解释凯恩斯、费雪、蒙格、辛普森、鲁安等众多投资大师脱颖而出的现象呢？他们又如何解释这些大师间的传承现象呢？在现在中国股市发生的分散投资组合和价值投资组合孰优孰劣的争论，非常像当年美国的情形，新的价值投资的典范随着大牛市、长牛市的到来正在成形，只是早已驾轻就熟的既有投资模式在投资人脑中根深蒂固，如今要马上接受典范转移，不论从心智、情绪和经费上来说的确都是一个极大的考验和不菲的代价。

历史上发生过的典范转移和更迭事件，常常需要数年、数十年甚至几个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

世纪才能完成，因为需要足够的时间来教育和争取新的支持者。当旧典范已经确定不符合新时代的要求时，新典范才得以大举进入人们的日常生活中。巴菲特价值投资学派的那些大师们在过去几十年里正是通过亲身的实践，才有了今天享誉世界的投资绩效。他们这种在典范转移中表现出来的伟大特质，难道不值得我们今天的投资者学习吗？

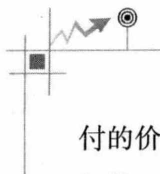
价值投资法则的精髓

被公认为当今世界价值投资之父的美国人本杰明·格雷厄姆（Benjamin Graham），首次在其1934年的原创性论文《证券分析》（Security Analysis）中提出了价值投资观念。就在这本确立起他“价值投资之父”地位的书里，格雷厄姆把客观理性注入到投资文化中。格雷厄姆认为，如果投资人购买资产时不预先评估其内部结构是极不理性的。他主张投资就像买一辆花费不菲的汽车一样，你先要踢踢轮胎，检查一下引擎，然后告诉车行“这辆车我买下了”。踢轮胎看似一个简单的做法，却蕴涵着价值投资的精髓。在投资人买进股票时，好的投资研究可以导致好的判断，支付公平的价格才能获得优厚的利润。只有真正的价值投资人，才是真正会看价格的人，因为他们是绝不愿意以高于公司价值的价格来购进股票的。换言之，投资人要战胜市场，享受非凡的获利，就必须用低于股票价值的价格买进增长股。

这里所说的“价值”究竟指的是什么？在证券市场上，“价值”这个词已经被投资者用滥了。数以千万计的投资人和众多基金经理都声称自己是“价值搜寻者”，但交易的记录却显示，他们中大部分人充其量只是一个市场股票交易员，他们寻求的只是哪一只股票暴涨能够增加获利的机会，对他们来说，价值只是一件漂亮的外衣。这里我们要为“价值”一词正名，给出在金融与法律意义上明确无误的价值定义。

1. 公平市价。简言之，公平市价可以理解为任何人愿意为这类资产所支

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



付的价格。一般来说是以某一货币为定义单位。公平市价反映的是买方愿意提供，同时也是卖方愿意接受的金额。在买卖资产时，买卖双方会根据当地市场状况设定价格。只要买卖双方愿意以市价成交，就意味着买卖双方已认可了这一公平市价。

2. 投资价值。公司的“投资价值”对所有投资人来说，其理解是不尽相同的，因为不同的投资人对同一项资产的投资报酬率的目标是不同的。由于每个投资人都有预设的不同的最小投资报酬率，因此他们对于某只股票价值的认识就自然会有不同的观点，每个人只会在自己预设的标准下买卖这只股票。

3. 账面价值。这个价值标准是以会计核算为基础来测量公司净值的，也即反映股东权益的每股价值。

4. 清算价值。此价值标准用以测量公司在出售所有资产，收回所有应收账款、付清所有账单和债务后还能收回多少金额。

5. 内在价值。表示评估员在对一家公司的财务状况进行分析后所评估出的公司价值，是一家公司的实际价值。在推算内在价值时，必须尽可能让每股价格真实地反映公司资产、公司预期收益、股利的价值和公司的销售与收益增长率等状况。

价值投资法则其实一点也不神秘。投资人不需要通过计算机指令或计量经济模型就能运用自如，也不需要具备工商企业管理学历背景就能掌握其精髓，这里需要的只是正确的性格和心态。即买进两三只长期获利高于市场平均水平的绩优股，然后耐心地持有5年、10年甚至20年后，再去关注它们。20年后，你看到的将是已经涨幅惊人的获利股。这里，我们把价值投资法则简化为以下一些主要原则。

1. 原则一：逢低买进资产。逢低买进资产就如同消费者低价买进任何商品的道理是一样的。但在股票市场里，可能是世界上唯一一处将消费基本原则倒行逆施的地方，在那里，追涨杀跌现象盛行，投资人都相信，股票价格上涨时要跟进，价格下跌时要杀出。投资人“害怕跟不上”的心态促使他们追涨杀跌。

因而，价值投资法特别强调逢低买进股票的投资原则。这一投资原则和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们上述的消费原则其实并无二致。不论是在超市里购买商品，还是在资本市场投资金块、外汇、债券和股票，投资者都应该尽可能以低价买进，使每一元钱的投资价值最大化。

当然，正确评估投资标的的价值并非难以做到，尤其对于一只普通股票来说，因为它们的价值是可以非常准确地计算出来的。只要使用的计算工具得当、信息透明，投资人就可以计算出一家公司的真正价值，这就使得投资人在逢低买进时要比消费者决策购买一件商品的准确性更高。而且股票市场的价格随时都在变化，投资人有更多的低价买进公司股票的机会。逢低买进的理由很简单：增加潜在利润。

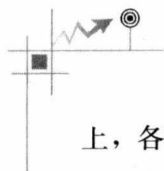
2. 原则二：塑造价值概念。投资若要成功，就必先做好充分的功课。俗话说：工欲善其事，必先利其器。20 世纪以来所有伟大的投资大师没有一个是以技术图表和凭空臆测来累积他们的财富的。可以说，他们今天的成就，最主要的还是归功于他们在投资前所做的分析研究工作。在持有一家公司股票之前，他们必然会去了解有关这家公司的所有运营和财务状况，包括其经营的产业环境、公司潜力，最后再根据评估结果制定出是否要买进股票的可行性企划来。不这样做而盲目投资，其结果无异于掷骰子，一旦把投机引入到整个投资交易过程，尽管买进的股票偶尔也能大捞一把，但这种获利只能算是运气，而不能称为价值投资。

现在，巴菲特的价值投资方法已逐渐为世界上大多数的成功投资人士所采用。他们会去全面评估一家公司，并在买进前就已评估好股票价值。这些伟大的投资人再也不会盲目投资，也不用心理臆测来贸然处理投资问题。买进前先评估公司，至少有以下三个优点：（1）能使交易保持连贯、一致；（2）有助于坚定自己的投资策略；（3）能让投资者事先确定投资报酬率的标准。

当然，采用价值投资法并非在任何时候都是万无一失的，但是有一点是完全可以肯定的，那就是用这种方法可以防止抢进被高估但潜在投资报酬率不高的股票。

3. 原则三：利用“安全边际”避免损失。任何一个投资者都无法避免因股市周期处于低谷时带来的亏损，但是价值投资法却可以让投资者将亏损降到最低点。只要能使亏损最小化，投资者就能获得跑赢大盘的报酬率。事实

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



上，各种研究都证明，在相对于市场水平较低的价格位置买进股票，假以时日都能获得优异的报酬率。但是多低的股价才算便宜，却并没有一个明确的标准。如果你对自己的评估方法有绝对的信心，只要股价低于你所认定的公平价值时就可买进。但为了安全起见，可以给自己设一个缓冲价格，其区间越大越好，格雷厄姆于 1949 年著文时称这种缓冲价格为投资人的“安全边际”。

所谓安全边际，就是为自己可能要犯的投资错误预留足够的空间。格雷厄姆说：“或许大多数投资者在试手气时都相信他们会获利，每个人都认为自己买进股票的时机是非常合理的，或者认为自己的投资技术总是优于一般大众，甚至自己所聘用的投资顾问和使用的系统都十分可靠。但是诸如此类的说法却无法令人信服，因为他们依赖的是自身的主观判断，是没有足够证据支持的，也缺乏实实在在的理论依据。如果有人以自己认定的涨跌走势拿钱去冒然下注，我们就相当怀疑他是否有任何可称得上'安全边际'的保障。说句实在话，投资人相信安全边际，大多是源于简单、明确且所谓来自于统计资料的算术推论，其实这是十分危险的。”

4. 原则四：采取“待售”观点。格雷厄姆曾说，将投资当成是做生意，才是最有智慧的。做生意，就要严格遵循健全的市场和商业法则，只有这时，投资才是没有激情的。我们建议投资者采用格雷厄姆和巴菲特的投资原则，把投资当成是角色互动的游戏。投资人应扮演企业主的角色，确切地知道公司是否真如股市上的价格那样值钱。我们认为，过分关注股价上下波动反而会忽略对公司内在质地的关注。

5. 原则五：坚持到底。价值投资法则告诫投资人对于自己既定的投资方法不要轻易改变，而要坚持到底，坚守对于一家经过自己认真研究的投资标的公司的立场和看法，因为股市中唯一被证明有效的就是只考虑所投资标的公司的真实表现。任何所谓的内部消息更多的是庄家的烟雾弹，改变不了由公司质地决定的股价长期走势。

以价值为基础的投资方法的迷人之处就在于：在低于公司真实价值的价位买进股票，不论利率高低、经济盛衰、货币强弱如何，不为一时市场震荡所动摇，坚持自己的信念，必有惊人的回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6. 原则六：反向操作。20 世纪 50 年代，巴菲特操作无人问津的股票，且以三四倍本益比的股价大进大出。传奇基金经理人内夫在大众无情地抛售克莱斯勒和花旗银行股票时却大量买进。彼得·林奇则买进所有同行不屑一顾的消费性产品股票，从此使麦哲伦基金业绩成为传奇神话。

所以，要想成为一个成功的价值型投资人，就要学会反向操作，不跟在别人后面人云亦云。当然这种反向操作并非是机械式地逆势而为，为反向而反向。股票市场对于公司股价判断正确与否的概率几乎是一样的，因此投资人唯一能与市场大众反向操作的状况应为：（1）股票市场对于某一事件的心理反应已到了疯狂的极至；（2）对于公司财务资料的分析大家都错了。尤其需要注意的是，当缺乏足够的证据支持时，千万不要与市场对着干。

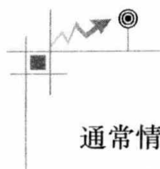
7. 原则七：忽略市场。股市中的芸芸众生若不为媒体信息而左右，那将是一个非常难能可贵的投资行为。而这正是成功投资人的重要个性特征。但这并不是说他们不需要关心信息，而是说他们要关心的焦点应聚合在公司长期发展潜力上而不是下个月或下一季度会发生什么事情上。判断公司价值大小最有力的要素就在于重视人人都可得到的公司财务报表，以及公司在市场上的长期表现，这较之经济学家、分析师等能告诉你的不知要重要多少倍。同样，市场行情与公司真正的价值也毫不相干，唯一决定价值的只能是公司的获利表现，而不是期望市场给这个表现定一个价。不论大盘指数上涨或下跌可能带来什么样的震荡，都不应该成为投资人做出买卖决定的唯一依据。

简言之，价值投资只是一个简单的投资理念，它和逻辑推理、数学和心理学等方面的知识紧密相关。我们上面已经讨论了价值投资的原则和观念，这些原则和观念虽然是在西方形成和发展，但对今天在中国的证券市场投资仍然具有非常现实且重要的意义和可操作性。现在，我们把这些枯燥的原则简化成下列投资的重要步骤：

1. 以巴菲特的选股原则评估企业。投资标的公司未来前景的能见度，投资标的公司经营管理能力的能见度，包括是否了解公司未来发展潜力和公司灵活运用现金流量的能力，投资标的公司经营者信用的可靠度，包括是否会让公司股东共享公司的获利。

2. 在投资市场上“低买高卖”只是一种理论上且理想中的操作结果，在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



通常情况下，只有圣人或幸运的人才能做到。在大多数情况下，暂时的被套才是常态。但买入的公司首先必须是符合我们上述几个特征组合（要找到符合全部特征组合的公司也很难）的好公司，同时在价格被相对低估的时候买进。买进股票后遭遇暂时下跌是正常的。有一点可以肯定的是，潜藏于企业内部的真实价值终究会反映在股票价格上，而未来的股票价格上涨空间也将足以弥补短期股票价格波动所导致的损失，甚至产生更高的报酬率。

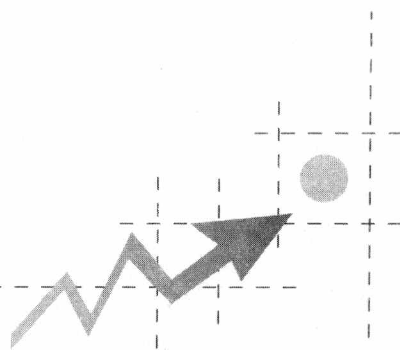
3. 分配投资资金时，要将大部分资金集中投资于未来能够高速增长的获利企业。由于普通投资者的精力和资金有限，投资者应尽可能采取集中持有的投资策略，即在一个篮子里放入少量的鸡蛋，然后小心翼翼地看护它们。建议选择 10 到 15 家未来能长期获利增长并能延续以往良好表现的绩优股进行集中投资。

4. 价值投资的目的是要追求远高于一般获利水平的高报酬率，但价值投资过程并不见得都是平坦而顺利的，价值投资人也必须做好忍受市场短期波动起伏的心理准备。坚持不以把握每一小波段为目标，不对组合进行频繁的操作和调整，以降低交易成本和调整成本。不力图把握过于短期的投资机会，只在基本面或市场环境出现较大变动时才考虑对组合进行相应的调整。

5. 鉴于长牛市道，我们建议只要股票市场不持续恶化，保持投资组合至少五年不变。可能的话，越久越好。

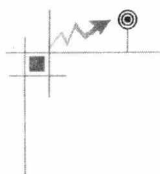
笔者的最后忠告是：第一，态度决定一切，用投资的态度去做股票；第二是精选股票；第三是不战而胜。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第七章 金融危机

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



中国股市没有近忧，却有远虑，那就是股市大崩盘危机。危机的可能性主要来自内生性和外生性两个方面。在国内，被过度炒作多年的资产大泡沫一旦生成，终将有破裂的一天。当早期那些搏人民币长期升值而投入中国股市的境外共同基金再次成群结队采取统一行动，突然将巨额资金撤出的时候，大崩盘便在中国股市发生了。危机造成的后果是灾难性的，而且更严重的问题在于，从未有过股市大崩盘经历的中国投资者，尤其是新生代投资者，仍一直沉浸在赚钱效应的狂热和躁动中，全然不理会危机随时可能将至。为此，中国监管部门有责任未雨绸缪，预先做好因应危机发生的制度性安排。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

概说金融危机

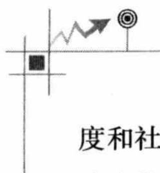
对于金融危机，被公认为难以定义。如果仅以现象和观点看，其开端和终结也是难以准确认定的。世界银行官员在一份报告中将金融危机定义为：迫使银行体系遭受重大损失甚至消除的金融事件。笔者认为，危机涵盖了两方面基本内容：其一，涉及金融方面，对银行流动性、支付系统与偿付能力的沉重打击而导致的金融衰弱是金融危机的显著特点；其二，恐慌呼啸而来，存款人和投资人的信心急转直下，不仅使银行体系的形势更加严峻，也加剧了实体经济中的问题，进而引发一系列连锁反应。

另外，金融危机正在频频爆发。20 世纪 70 年代，危机表现为拉美债务危机，对拉美的银行造成了冲击；80 年代早期，智利和摩洛哥遭遇金融危机；80 年代末，美国储蓄与贷款协会（S&L）遭受金融危机的打击；90 年代初，危机登陆瑞典、芬兰、挪威以及大多数转型中的社会主义经济体；1994 年至 1995 年，危机席卷委内瑞拉、巴西和墨西哥；1997 年，泰国、印度尼西亚以及其他多个亚洲国家也爆发危机；1998 年，俄罗斯拖欠债务引发震荡，影响之广甚至波及到遥远的巴西。

在过去的 20 年间，全球金融危机发生的次数有增无减，而近 10 年间这一趋势更加猛烈。据世界银行统计，20 世纪 80 年代共发生了 45 起系统性的重大银行危机。到了 90 年代，重大银行危机增至 63 起，增幅超过 60%。此外，新兴市场经济体危机发生次数的激增更是为这一趋势火上浇油，这在拉美、亚洲及正从国营经济向市场为导向的金融体制转型的东欧社会主义国家和前苏联各加盟共和国中尤为严峻。

我们目睹了危机中的众生相。在厄瓜多尔和阿根廷，中产阶级储户为了提取他们一生的积蓄，徒劳地敲打着银行的大门，而银行却因遭到全国性流动危机的打击而关门歇业。2002 年的阿根廷，不仅金融系统崩溃，其政治制

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



度和社会秩序也全面瓦解。在印尼，我们亲眼目睹了店主们在雅加达街头暴乱中苦苦挽救自己的生意。在韩国和日本，我们眼见兢兢业业的员工被失业的威胁压弯了腰，关于自杀事件的新闻报道不绝于耳。

危机对各经济体而言均意味着巨额损失，因为挽救金融系统要付出直接成本（即纳税人为存款人的存款安全提供担保和为银行系统注入资本金），而增长受挫还会造成更为重大的代价。在瑞典和美国，危机给纳税人造成的损失，大约相当于该国 GDP 的 4%～5%。而在墨西哥，相应成本接近 750 亿美元，约相当于 GDP 的 20%。

在发展中国家，这一比例上升至 30%～40%，甚至更高。在韩国，据英格兰银行研究，韩国政府已直接投入 1 250 亿美元用于稳定金融体系，约为该国 GDP 的 35%，1981 年的智利和 1997 年的泰国为 42%，1980 年的阿根廷和 1999 年的印尼则达到 50%以上。英格兰银行的研究显示：过去 25 年间，银行危机所造成的损失平均相当于 GDP 的 15%～25%。

在亚洲，潜在的损失十分惊人。据安永会计师事务所（Ernst & Young）2001 年估算，亚洲地区不良贷款总额在危机发生后的短短 2 年时间里便增长了约 1/3，高达 2 万亿美元。

还有更加重要又鲜有人论及的代价，即机会和增长的损失。这些代价是随着现金流枯竭、贷款停发、存款交易冻结、不动产价格剧烈动荡而出现的。例如，韩国因为危机所丧失的经济增长机会约相当于其 GDP 的 17%，这一比例在墨西哥约为 10%，在瑞典则为 5%。

更为严重的是，危机常蔓延过政治边界，一些附带效应逐渐显现，比如在其他一些未料想到的国家会出现较高的风险溢价，而且政府最终也可能倒台——近年来，在印度尼西亚、厄瓜多尔、俄罗斯和阿根廷，危机就引发了政府倒台。

最近几年的新问题是，一个国家的危机经常毫不留情地波及其他市场。1998 年 8 月俄罗斯出现债务违约后，全球几乎每个债券市场的债券收益率均大幅上涨，结果导致巴西的公司被迫支付比以前高出 1 300 个基点的利率。同时在美国，新设立的公司发现，无论利率开出多高都无法发行债券。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中国股市虚拟大崩盘

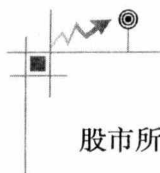
不断被吹大的泡泡

根据沪深两家交易所2007年1月16日的统计，两地总市值分别达到83 898亿元人民币和20 545亿元人民币，合计高达10.44万亿元人民币，已经相当于2006年全国GDP的50%。而就在一年之前，中国的证券化率达到50%，还是一个无法企及的目标，中国资本市场正用自己的方式突飞猛进地发展。股指也随着证券市场的大力发展，进入了几近疯狂的上涨通道。2006年第一个交易日，上证综指1 163点开盘，时至今日已经上涨了1 658点。中信证券从开始的五元多人民币上涨到四十多元人民币，涨幅高达8倍多！中国银行、工商银行、中国人寿等一些超级大盘股上市之后甚至出现涨停局面。而超级大航母的入市，更是让股市发生了翻天覆地的变化，仅工商银行一家的总市值就超万亿元人民币，前十大市值公司占据两市总市值的50%以上。

统计数据显示，2006年以来，新成立的基金总规模超过3 800亿元，相当于前8年扩张的总和，而58家基金公司管理的资产规模已经达到了8 000亿元人民币之巨，比年初增加70%，相当于沪深两市A股流通总值的30%。同样，年内基金新增开户数有望突破700万户，为历年来之最。

中国股市在经历了2006年整个一年至2007年年初的大幅上扬后，大多数中外投资基金都不愿意相信，股市在经历了漫长的五年下跌，而今上涨仅仅一年，大行情就将戛然而止；他们宁愿相信理性的投资与非理性的投机之间的鏖战将贯穿今后好几年。笔者非常认同这个观点，我们认为，上述描述的大牛市行情仅仅是中国股市有史以来最大一次牛市格局的一个上涨性基础，正如我们在第二章分析的那样，中国证券市场牛市的根本原因是中国经济高速持续增长背景下对人民币长期升值预期引发的国内外流动性资金进入中国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



股市所致，只要这一大趋势不改变，大牛市的脚步就不会停下来。

事实上，中国境内目前的流动性过剩已到了相当严重的地步，并且现在中国的外汇储备超过 1 万亿美元，约合 8 万亿元人民币，而央行只发行了 2 万亿元央行票据冲销，还有 6 万亿元人民币资金留在了市场。在乘数效应下，等于起码有 30 万亿元人民币的热钱在市场中兴风作浪，这直接导致了中国 2005 年房地产热和当前的股市狂潮。中国强制性结售汇制度存在着弊端，如果结售汇制度得不到解决，流动性过剩将无法从根本上得以解决。虽然现在对于个人持有外汇的管制已逐步放松，但是企业还没有实现意愿结售汇制度。

中国是个出口大国，很多企业在得到大笔外汇后被强制性地换算成人民币，这些钱在没有其他投资出路的情况下，必然增加流动性过剩。从 2004 年年中开始，中国政府实行宏观经济调控，导致国内投资降温，而对于房地产投资的凌厉调控政策也终于让过热的房地产投资市场在 2006 年起开始降温。这样看来，几乎所有有能力分流资金的渠道都被管控，巨大的过剩资金只有流向股票市场，在这样的巨额资金推动下，股市的供求关系发生了质的变化，股票资产必然受到持续的热烈追捧。

这也是中国基金资产大规模扩张的原因。我们身边的公务员、公司职员、退休人员都在谈论着买基金。上海一家私募基金公司的负责人指出："去年(2006 年——作者按) 一年新基金疯狂扩张，股市想不涨都不行！新基金发行后有三个月的建仓期，它们不得不进入股市，数百亿元的基金进入股市，对股市的推动作用不可小觑。2006 年股指就是在这样一个投资人不断买进股票的局面下被不断推高的。"

大盘继续按照自身的规律上攻。2008 年到 2010 年这三年应当说是中国五年超级长牛市的当红年份，中国超级长牛市的脚步也进入了它的流金岁月。由一系列重大经济事件引发的在中国境内最大一次投资狂潮，将直接影响到和基建相关的钢铁、水泥、能源、高速公路、航空以及家电、消费、商业、旅游等产业的蓬勃发展。由于供不应求，上游产品价格将不断被推高，而世界能源紧缺又引发价格大幅上涨。2008 年底到 2010 年，中国经济大繁荣和大泡沫将相伴相生，一些和这次经济周期相关的股票都将带头发力上攻，尽管那时的通货膨胀率会不断上升，从而使央行加大收紧银根的力度，但同时，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经济周期带来的强大后劲也在风助火势、火助风威地将中国股市推向一个高不可攀的历史巅峰。

和世界大泡沫生成过程相耦合

2006年5月12日，国际现货黄金价格在纽约市场一度涨至每盎司730.00美元，创出1980年1月以来的新高。涵盖全球23个经济发达国家股市的摩根士丹利世界指数（MSCI World Index）于同年5月上旬也一举跨越了2000年网络科技泡沫鼎盛时期的高点，创下了历史新高。与此同时，发达国家的楼市总值由五年前的30万亿美元升至70万亿美元以上，升幅相当于这些国家国内生产总值的100%，也创了新纪录。与过去的类似现象相比较，这一轮世界资产价格的膨胀具有三个明显特点：一是诸多资产品种的价格出现了普涨，不仅是股票、债券、房地产、石油和黄金，而且古董、艺术品以及其他可以充当价值储存手段的物品，价格都大幅上升；二是世界上大多数国家的资产价格出现了普涨，欧洲有西班牙、英国、法国和瑞士，美洲有加拿大和美国，亚洲有泰国、韩国、日本、中国、印度，大洋洲则有澳大利亚等；三是许多资产价格创下历史新高。

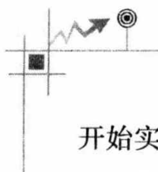
关于资产价格上涨的原因，除了黄金上涨具有明显的特殊原因之外，其他非证券资产（不包括房地产）价格的上涨大体上可以用以下一些理由来解释：

第一，2005年8月以来，伊朗核危机问题逐渐浮出水面，中东地区又开始面临战争的阴影。地缘政治局势不稳使得信用货币的信誉受到考验，国际投资者均出于避险考虑，开始大量涌入商品期货市场，从而导致黄金、石油这类重要战略型资源价格出现上涨。

第二，世界经济的好转促进了资产价格的上涨。美国经济在遭受新经济泡沫破裂的打击之后很快就复苏过来了，日本经济也走出了十年的泥坑，再加上俄罗斯、印度经济开始发力，中国经济始终快速增长，世界经济发展态势之好有些出人意料。经济好转同时从消费总量和投资回报两个方面对资产价格上涨产生了拉力。

第三，全球货币流动性严重过剩。2000年全球股市暴跌之后，许多国家

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



开始实施了扩张型货币政策。美元、欧元区国家和日本的利率在长时间内都处于超低水平，货币供应量的增长速度显著提高。导致这一现象的原因，按照美国摩根士丹利亚洲公司首席经济分析师谢国忠的说法，由于信息科技加速、生产力提升和中国、印度等拥有低成本劳动力资源的人口大国进入全球经济圈，世界经济快速发展，而各国的通货膨胀率却始终保持在较低水平上，这使得各国央行没有及时地提高利率，而错误地释放出过多的流动资金，从而导致了资产价格迅速膨胀。

第四，基金的炒作。在目前全球资产价格上涨的背后，对冲基金"功不可没"。有数据显示，2005 年中期，套利基金就开始进行买黄金卖石油的操作。当年 8 月底，基金在黄金上的净多仓达到了历史新高，在石油上的持仓则变成了净空头头寸。8 月 29 日，"卡特里纳"飓风的出现使得行情向纵深发展，基金又开始不断买入黄金和卖出石油。在国际贵金属市场上，交易规模最大的做市商、对冲基金的主要交易对手瑞银集团（UBS）的交易量占到市场全部份额的 40%。而瑞银集团最新的研究报告表明，交易型开放式指数基金（ETF）能够在很大程度上影响黄金、白银行情。

第五，认为这轮股市泡沫会破灭的人不多。但笔者要提醒读者的是，在 2000 年，当很多长期信奉泡沫论者终于转为怀疑者之际，网络科技泡沫破裂了。目前的泡沫也可能会在出其不意的时候破裂。笔者曾在多本业已出版的书中谈到了世界大泡沫的存在。但很多人，尤其是一些学者却并不认同泡沫会在几年内破灭。投资者心理上对泡沫也是爱大于恨，从而延续了泡沫的周期，因为当大家玩得高兴而忘乎所以的时候，是没有人会想到有危险而离场的。

总之，当前世界经济局势与 1997 年东南亚金融危机爆发前颇有惊人的相似之处。不同之处只是当前的国际资产泡沫形成的范围更广。正如股市行情总是结束于市场最乐观的时刻，其他资产的泡沫化为乌有也总是让人防不胜防：日本经济危机爆发于在美国书店到处可见赞扬日本经济模式书籍的时候，亚洲金融危机则出现在世界银行发表了《东亚奇迹报告》的第二年。有专家认为，在当前的局势下，任何一个不大的冲击都可能会变成引发新一次危机的导火线。而一旦危机来临，亚洲将是重灾区，中国则是重灾区的中心。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

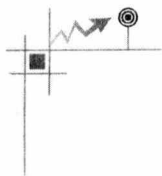
疯狂市场里的贪婪和非理性

一个被过度炒作的市场终将背离其真正的价值。当初上证综指在 1 000 点位以下的时候没人敢进，还被人痛批其制度不合理。现在股指一次次创新高，股价一次次被刷新，人们却还在打破了头竞相往里挤。投资途径的严重匮乏使得进入 2008 年后的中国股市行情将依旧一片火红。虽然股市的围城现象严重，但在一大批股民因为股市涨幅太高而开始出局的同时，大量新股民才刚刚幡然醒悟，开始踏入股市。早在大牛市行情刚兴起时，他们的心态一直很好，隔岸观火。然而，耐心等待的结果是白白坐失了一波波上涨行情。就在他们一次次错误判断市场，踏空行情时，他们眼见着当年和他们一起平起平坐的亲朋好友，因为踏准了长牛市的节律，一夜暴富了，为此，他们垂涎得都快要发疯了。

时间推移至 2008 年。这些早年在中国股市大牛市伊始时还对当年股市大跌心有余悸而自我边缘化的局外人，此时再也按捺不住内心的焦虑，他们再也无法这样空等下去了。不投资使他们成了中国股市有史以来最大、最长的这波牛市的最大输家，现在该是轮到他们杀入股市翻本的时候了。他们不理会“股价已高，风险已至”的任何善意的警告，一头栽进了股市。在疯狂上涨的牛市里，这些股民忘记了风险，赌徒心理暴露无遗。

越来越多的炒股大军跟风似地加入到股指已被推得很高的股市行列里来了，加剧了股票供求上的不平衡。华尔街有一句名言：“市场是由两种力量驱动的：贪婪和恐惧。”在美国著名金融学家希勒教授看来，在投资市场，投资者的从众心理必然使得后来的投资者不断地重复做别人已经做过的事情。如果这种力量是乐观或贪婪的，那么市场就会持续繁荣；反之，如果这种力量是悲观或恐惧的，那么市场就会转头向下。而且，在市场繁荣时，投资者往往都会健忘以往市场崩盘时的惨痛教训。因为市场的繁荣不仅会增强投资者的信心和期望，而且也会使得已经进入了股市的投资者哄抬或操纵市场的价格，以便吸引更多的投资者进入。这种从众行为的循环往复，就会产生出一种无限的放大机制，推高股价不断向上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



大崩盘的前车之鉴

中国从未有过资本市场大崩盘的经历，许多国内投资者，尤其是中国新生代投资者，不知道大崩盘为何物以及由大崩盘引发的金融和经济危机的后果将是什么。1997 年亚洲金融风暴无论从时间上还是地域上说都是一次离中国最近的大崩盘危机，整个东亚和东南亚各国几乎都被卷进去了，中国却侥幸得以逃脱。这是因为在这之前中国金融资产从未对世界开放过，中国金融市场是一个相对封闭的市场。而自从 2001 年中国加入世界贸易组织后，中国经济已深深融入到全球经济之中，中国的资本市场也与世界其他主要国家的资本市场的联动性越来越强。在资产价格狂涨暗藏世界性危机的形势下，任何一个不大的冲击都可能变成引发一次世界性金融和经济危机的导火线。而一旦危机来临，亚洲是重灾区，中国则首当其冲。

任何一次危机的逼近几乎是没有任何先兆的。当早年那些将巨额资金投入中国的国外投资基金再次成群结队采取统一行动，突然将巨额资金撤出的时候，危机便形成了。1997 年至 1998 年的亚洲金融危机就是这种情况。资本外逃使相关国家经济衰退，投资者蒙受巨大损失，一夜之间，财产大幅缩水。

正因为中国从未有过大崩盘的稚嫩经历，使得全国上下动员因应可能突发而至的大崩盘危机带有怎么说都不过分的紧迫性。这样说并不意味着中国需要来一次真正的金融危机，但中国应该补上“大崩盘”风险这一课，加强对于投资者的教育工作。

1929：“黑色星期二”

1929 年 10 月 29 日，星期二，对于美国经济以及股民来说，都是最黑暗的一天。上午 10 点，纽约证券交易所刚一开市，猛烈的抛单就汹涌而来，“抛！抛！抛！”所有股票都成了烫手的山芋，不计价格，不计成本，只要能够抛掉就好，经纪人被“抛”得发晕，交易大厅一片混乱，随之而来的就是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

道琼斯指数一泻千里，股指从最高点 386 点跌至 298 点，跌幅达 22%。这是纽约交易所 112 年历史上“最糟糕的一天”，以这个被称作“黑色星期二”的日子为发端，美国乃至全球经济进入了长达 10 年的大萧条时期。

全民炒股催生股市崩盘这个黑色的梦魇，使所有人都陷入恐慌和怨天尤人之中，但他们没有想到，这个日子的降临恰恰是他们自己催生的。这一切都要从美国经济大发展说起。

对于美国来说，第一次世界大战是个千载难逢的发展的黄金机会，美国利用战争大发横财，战争结束后，美国由债务国一跃成为世界最大的债权国，纽约也取代伦敦成为世界金融中心。美国经济的突飞猛进，带来的是股市一派牛气，对于股民来说，一个黄金时代来到了。为了吸引更多的游资，美国的券商雇佣大批股票推销员，在城市的街道，在乡镇的小路，在千家万户的门前，一遍遍向民众讲述炒股的好处，但他们却从不提及炒股的风险。民众的热情被激发起来，入市炒股成为全民的投机行为。

到 1928 年，股市几近疯狂。在地铁中，人们纷纷指责地铁公司没有在车厢里装上电传打字电报机，以致人们在乘车途中无法炒股。在波士顿的一家工厂，所有的车间都安放有大黑板，并有专人每隔一小时就用粉笔写上交易所的最新行情。在得克萨斯州的大牧场上，牛仔们通过高音喇叭收听电台的消息，实时了解行情。当乘客乘坐出租车时，司机会和乘客热情地讨论股票行情，就连宾馆门口擦皮鞋的小童也会向顾客介绍当天的热门股。

大多数股民都是炒短线，并非为了长期投资。在疯狂的投机热潮刺激下，纽约股指一涨再涨。所有投身其中的人们都未曾想到，泡沫终究有破灭的一天。当时股市的上涨远远超出了实体经济的发展速度，而且很多炒股者都是以股票作为抵押，进行信用交易，一旦投机人信心下降，就必然要增加更多的保证金，而缺乏资金的投机者就只能抛售更多的股票来弥补，其结果只会是股价进一步下跌。

1929 年 9、10 月间，投机者的信心开始下降，股市崩盘开始于 10 月 24 日星期四的抛售狂潮，到 10 月 29 日，股市彻底崩溃。当天美国钢铁公司的 65 万股股票以每股 179 美元出售，却找不到一个买主，于是其股价开始下跌，就像传染病一样，紧接着一个接着一个的股票价格都开始下跌，大崩盘终于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



来临。股票成为废纸，数字全无意义，一个煤炭公司的老板看着正在下跌的指示板，倒地死在了他经纪人的办公室里。无数昔日的“百万富翁”一觉醒来便一贫如洗。一些开船出海游玩的富人们回来后发现，他们已变成了身无分文的贫民。当时跳楼的绝不仅仅是股价。

股市的崩溃不仅使投机者一贫如洗，随之而来的是银行业的破产，美国经济瘫痪，西方经济的大萧条。股灾彻底打击了投资者信心，一直到 1954 年，美国股市才再次达到 1929 年的水平，其间经历了 25 年，股灾带来的黑色梦魇不堪回首。

1987：“华尔街历史上最坏的日子”

1987 年 10 月 19 日，星期一，又是一段美国股民的黑色记忆。这一天美国股市又一次大崩盘，道琼斯指数一天之内便重挫 508.32 点，任何试图使股指稳定下来的努力都失败了。仅仅一天时间，美国的股票市值就大幅度缩水，其价值超过 5 000 亿美元。这是一个“黑色星期一”，一个“华尔街历史上最坏的日子”。受美国股市崩盘的影响，伦敦、法兰克福、东京、悉尼、香港、新加坡等地股市也无一幸免，开始狂跌。“1929 年的股灾又来了吗?”巨大的恐慌在投机者心中蔓延，昔日的情景再次重现，很多人由百万富翁沦为赤贫，精神崩溃、自杀的消息不绝于耳。

与 1929 年全民大炒股不同，这次危机，没有全民性的疯狂投入，但在危机爆发前，却同样是大量的热钱涌入。20 世纪 70~80 年代，美国经济进入快速发展时期。从 1982 年开始，股指便一路上扬，到 1987 年，股市一派繁荣景象，这种繁荣吸引了大量游资，它们逐利而来，在股市上疯狂抬高股价，一个虚幻的大泡沫又被吹起来。与 1929 年一样，过度的炒作造成的泡沫必然会破裂。

这一天终于在 10 月 19 日降临了。当天纽约股票交易所内阴云密布，当时的股价变动之快，使得联系交流的电话机都不够用了，电子屏幕上显示的行情变化跟不上市场的实际变化，《纽约时报》惊呼“一切都失去了控制”。就在这一天，当时世界头号首富萨姆·沃尔顿就损失了 21 亿美元，丢掉了第一的宝座。更悲惨的是那些将自己一生积蓄投入股市的普通民众，他们本来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期望借着股市的牛气，赚一些养老的钱，结果一天功夫便在跌落的股价之中消失得无影无踪。

比 1929 年幸运的是，当时美国经济确实保持着比较高速的增长，股灾爆发只是对于投机炒作的一种调整，并没有导致整体的经济危机。事实上，在股价狂跌不久，一些效益好的公司开始回购其股票，股价在一定程度上得以稳定。但其打击却仍然巨大，随之而来的是美国经济一段长时间的停滞。

到了 2007 年，中国股市也发生了令人吓出一身汗的一次幅度很大的调整。2007 年 2 月 27 日，沪深股市放量暴跌，双双创下 1997 年以来单日的最大跌幅，成交总量首次突破了 2 000 亿元。这次股市大调整，具有金融心理学意义上对于金融危机描述的一切特征，即市场焦躁引起的非理性投资行为。中国 A 股市场在 1998 曾经这样暴跌过，美国 20 世纪 90 年代的黄金大牛市里也出现过这样的场景。市场焦躁带来的恐慌，还夹杂着谣言满天飞，使市场恐慌更加剧烈。

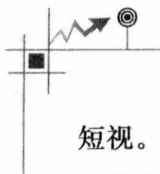
任何理论说教的力量都无法与 2007 年 2 月 27 日中国 A 股暴跌相比，这是一次更具有实战性的风险教育。行情从 2005 年年底以来上涨所累积的风险得到了一次重要宣泄。但这不是第一次，也不会是最后一次，虽然 27 日发生暴跌后股指又再度大涨，但集聚风险的根本要素并没有改变。尽管流动性过剩推动的资产价格泡沫正处在一个较长时期的形成过程中，现在远未到破裂的地步，但只要流动性过剩局面不改变，以资产价格为特征累积的金融风险就一直存在着致使股市震荡乃至大跌的可能性，直到有一天泡沫彻底破裂，终于酿成金融危机。

股市是一种高风险的投资场所，这使得加强市场的监管力度和风险意识教育再次被紧迫地放在中国政府和全体股民的面前。

1. 在股市暴跌之后，股民要总结自己的操作理念，反思自己是否奉行了价值投资？要估量一下自己的风险承受能力，是否有足够的资本面对暴跌？问一下自己，是否具备一个投资者应该具备的心理素质？迷恋价格、追涨杀跌、羊群效应……如果你想在这个市场继续存活下去，这些所谓的散户特质一定要摒弃，先革自己的命！

2. 中国股市的非理性不仅仅表现在中小散户中，国内的机构投资者也很

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



短视。如果真的像媒体标榜的那样，机构是成熟的价值投资者，那么2月27日就不会出现不计成本的暴跌，如果没有机构在里面兴风作浪，仅凭散户的力量就能制造268点的下跌？所以包括基金在内的机构投资者更应该强化风险教育，他们的一举一动对市场影响太大了，而一旦这些机构投资者出现大的危机，将殃及整个中国股市，熊市中的券商危机就是一个例证。所以风险控制、风险防范对机构投资人来讲，更实在，更关键，更重要。

3. 中国证券管理层其实一直都很重视投资者的风险教育问题，只不过做得远不够深入、不够全面，要加强和学习的地方很多。比如，可以学习美国证券监管机构的做法，从最基础的地方入手，全面持久地开展教育工作，美国证监会在其网站上设有投资者风险教育专栏，对相关法规条文逐条加以解释，加深法规对于投资者的影响。另一方面，就是管理层要对机构的投资行为加大规范力度，严厉打击违法违规行为。规范机构的行为，同样也是对中小投资者的保护。管理层应该大张旗鼓地做好投资者的风险教育工作，学习和借鉴国际先进经验，提高风险防范意识，掌握化解风险的手段和能力，加大制度建设，保障市场健康、稳定、有序地发展。引导和教育投资者理性投资是管理层今后很长一段时期里要做的主要工作。

4. 中国需要更多有良知的经济学家，在关键的时候能够勇敢地站出来，顶着市场的压力说真话，不说假话、套话，切实为保护股市中的弱势群体——广大中小投资者的合法权益做些实实在在的事，提醒他们防范风险。

市场在反复走高中不断出现大震荡，应该被看成是健康的。更重要的是，就在这一次次的调整市道里，广大投资者受到了一次次的心灵洗礼，也一次次增强了应付市场震荡乃至危机的“免疫力”，最终增强在剧烈震荡中“笑看风云”的本事。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

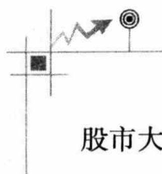
我的博文"中国股市虚拟大崩盘"捅了一次马蜂窝

我真的没有想到自己于3月18日的博客日志"中国股市虚拟大崩盘"会有如此高的"收视率"，我也真的没有想到一篇完全出于善意提醒股民谨防股市大崩盘的盛世危言，竟遭来部分股民如此剧烈的反应，他们说我"乌鸦嘴"，更有几个人用肮脏了自身的话语来骂人，好像只有说"这个股市将永远长牛"、"股指将升破一万点、甚至更高"、"永远不会有什么危机出现"之类的话语才是最为中听的。他们继续沉迷在高歌猛进的长牛市中，然而，如果我们假定：股市今天就出现大跌，继而出现大崩盘危机，亲爱的股民，面对突然而至的灾变，你是否已做好了充分的思想和物质的准备呢？毕竟大危机将用非常粗暴的手段将你纸上的富贵悉数揩得一干二净，不仅于此，你，甚至你的家人，可能还要赔上很多很多。面对这一"真金白银"的大是大非问题，你是否真的要开始考虑即便还是一种可能的大危机问题呢？

如果发生金融危机了，中国会是怎么个样子

事实上，自亚洲金融危机发生以来，人们越来越认识到"危机决不是短期现象"。从历史经验看，资产泡沫危机一旦来临，总是来势迅速，毫无先兆。那些在早期将巨额资金从境外投入到中国大陆的国际游资，在中国或世界资产泡沫破裂之前将再次成群结队，采取"一、二、三"的统一行动，突然将巨额资金撤出，1997年至1998年的亚洲金融危机就是这样生成的，这使得我们不得不对此加倍小心。在深度市场化和快速全球化进程中的中国，由

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



股市大泡沫刺破，金融危机将正式成立，如果不能有效地加以控制，将引发严重的社会危机。从以往危机给一些国家造成的社会局面看，较为明显的社会后果有以下几种：

1. 社会心理危机。金融危机使居民正常的社会心理遭到重创。社会心理危机的主要症状是：恐慌、冷漠和失望，表现在居民对正在不断大幅贬值的本币的低信任和对政府的低信任。金融危机爆发后，本币币值将一路狂跌以及央行的无实际支付能力将使老百姓利益受到严重损失。更严重的是，老百姓无法将自己存在银行里的钱取出。短期内，居民再也不会自愿将手中的钱存入银行。而在金融危机前就已外流的巨额国际游资倒流国内的可能性几乎为零。

2. 无力抵御风险。由金融危机引发经济危机，结果往往导致市场恐慌、社会动荡、政局不稳乃至政权更迭。中国目前金融领域问题较多，不良债权居高不下。一旦危机爆发，其风险释放的能量将是巨大的。

3. 中产阶级被扼杀在摇篮中。在金融危机中，作为社会稳定基石的中产阶级一族将首当其冲，遭受重创。中小企业家作为中产阶级的主体遭受的损失将最为严重。在危机中，他们不仅蒙受物价上涨、本币贬值的损失，而且他们苦心经营多年的企业在金融风暴引致的经济危机中可能毁于一旦。金融危机不仅使中小企业家的利益受损，更为严重的后果是该群体失去了对国家金融系统的信任，而且形成一种抵触情绪，这种连带效应必将对一国经济的长远发展产生严重的负面影响。虽然这种消极影响尚不如其他问题（如银行体制、债务问题）那么明显，但它对政府恢复经济和建立正常经济秩序产生了深远的破坏作用，至少其中的消极作用是不可低估的。问题是：受到重创后的中产阶级何时恢复元气？下一次形成真正意义上的中产阶级将在什么时候？没有中产阶级消费群的支撑，经济恢复元气又在什么时候？在一个持续性经济危机的国度里，中产阶级是难以生存和发展的。

金融危机以及嗣后相伴出现的经济危机后的中国中产阶级的形成将是一个漫长的历史进程，这是因为：经济全面危机，生产持续性下滑，经济长期在低谷中徘徊，这种态势将直接抑制中小企业的生成环境。而由于危机导致的国家财政状况十分拮据，政府面临许多迫切需要解决的困难，不可能对中小企业有较大的投资，尽管能够维持但也只是杯水车薪，根本谈不上发展。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在这种情况下，中小企业能够维持多久也令人担忧。更重要的是，中产阶级生成在危机后缺少了一个稳定的政治环境。

4. 信仰危机。信心危机不仅意味着银行的挤兑现象，更意味着国人对政府的信任度将降到最低，政府支持率创下历史新低。随着危机后果的进一步加深，这一支持率还将更低。信任危机导致社会和国家松散无力，伴随而来的是政治危机、信心危机等其他危机。

5. 社会冲突。危机将使发展进程暂时放缓，不断增加的失业，贫富差距的扩大，腐败以及已有的社会矛盾纠集到一起，会引起人民大众的普遍的不满，从而引发政治动乱。从社会尺度来说，危机的存在反映了社会整合的缺乏。一向以来对于社会危机的低估，也将导致政府忽视对突发社会问题的审视和采取的相应的应急措施。

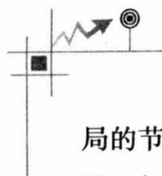
6. 社会非稳定。原本是金融和经济的危机，可能迅速演变为政治危机，从而大大增加了社会的不稳定性。中国政治体制的脆弱性加深了这种社会的非稳态性。所谓政治危机主要是指社会出现了大规模的社会不满、骚动，甚至动乱。高层也可能发生公开分裂。政局动荡一直将在危机后很长一段时间内存在，并成为影响中国经济发展的一个重要因素。

7. 国际对抗。美国等西方国家也将乘人之危实施其反华倒共之目的，许多原来被搁置的边界问题也将再次成为冲突焦点，台独分子、国内离心分子以及恐怖分子，都将在这个节骨眼上跳出来将这趟浑水搅得更浑。20 世纪 90 年代俄罗斯出现的局面不是不可能在中国重演的。在国际问题方面，出现危机意味着可能发生诸如“台海”、中日、中印之间的开战，美国更将为了它的全球战略利益而在战争中站在中国的敌对面。

8. 价值观和道德规范层面危机。经过一切的危机“浩劫”，原有的价值观体系被彻底摧毁，新的价值观体系尚未形成。在危机状态下，建立法制和民主制度变得更加困难，更加遥不可及，腐败犯罪更加猖獗。社会风气和道德规范的重建成为一项非常艰巨的任务。

最后，上述危机的种种后果将持续很长一段时间，持续期的长短是以政府高层是否能在最短的时间内扭转危局以及国内外经济政治形势的好转作为先决条件的。而如果我们对世界经济情势的分析正确的话，那么，在这个危

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



局的节骨眼上，由世界资产价格狂涨引发的世界性全面危机，将使中国危局雪上加霜。

总之，金融危机对中国来说是不能承受之重！

为金融风暴预作准备

世界及国内过剩的流动性，推动了中国包括股票在内的资产价格上涨，不仅使得中国经济迎来了时间最长的一次经济周期，更推动了中国股市将造就历史上规模最大、时间最长的一次牛市格局。而牛市格局反过来又带来了全球资本像水银下泻般无缝不入地向中国股市和房市大规模集结。中国正遭遇一个二律背反的难题，即人民币必然走向升值，而人民币升值以后金融资产必然呈现泡沫，而泡沫总有一天要破裂，更何况正在中国酝酿发酵的泡沫将是世界上最大的。现在的问题是，中国是否能避免重蹈日元升值危机的覆辙，我们有充分的理由相信中国政府的智慧和能力，为了防范流动性过度输入，我们建议有必要对外国直接投资设置更合理的定义并加强监管。

1. 建立像美国那样的收购兼并审查机制，从长期来说，是进一步完善了外资收购兼并制度，从短期来说，也对大量涌入中国的资金有一定的监管作用；同时全额对冲增加的外汇，减少 M2 和 M1 的增长，控制全球流动性过剩的直接输入，以避免过度投资、通货膨胀、经济过热。在制定货币政策时以全年新增贷款为硬性指标，严格控制新增贷款和投资总量。善于利用利率调整等一切经济手段，控制货币发行，减少国内已经存在的流动性过剩的问题。同时，坚持走渐进式改革之路，拉长改革时间，尤其是人民币资本项下的可自由兑换的时间，打消国际热钱短期获利抽逃的预期。当然，希望我们的银行体制改革也将在这一轮调整中得到新的突破。

2. 从目前到未来很长一段时间内，中国都将面临突发性金融危机的严峻考验。为此，中国应时不我待地建立和健全从国家到地方的金融危机管理体

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

系和预控机制：

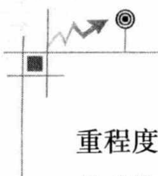
——加快开展突发性金融危机事件应急机制建设重大课题的研究，建立健全全社会金融危机的预警体系，提高保障国家公共安全以及处置突发金融危机事件的能力。按照突发的金融危机的严重程度、可控性和影响范围等因素，将危机分为特别重大、重大、较大和一般四级。按照不同的责任主体，预案体系设计为国家总体应急预案、专项应急预案、部门应急预案、地方应急预案、企事业单位应急预案五个层次。按照金融的运行机制和影响因素，分成国民经济总体和结构、对外经济贸易、金融形势、财政形势、经济泡沫成分五个子系统构建中国金融危机监测预警系统，并运用功效系数法给出综合预警系数。政府还应根据风险分析的结果，将可能发生和可以预警的突发金融危机事件用红色、橙色、黄色和蓝色表示。要求对发生的特别重大或者重大的金融危机事件不得迟报、缓报、瞒报和漏报，并要在突发危机事件发生的第一时间向社会发布简要信息。各省级地区也分别完成本区域总体预案的制定工作，甚至一些经济发达的市、区（县）也应制定应急预案。对跨境资本流动、对国际金融市场利率、汇率变化和股市的波动，对国际市场上重要商品价格的波动，以及国际政治动荡对经济、金融可能带来的影响等，均要及时进行监测和分析，预测这些因素可能对我们的可能影响，以便及时采取预防风险的对策。

——中国的风险预警机制可以考虑由以下几部分组成：银行风险评估体系，包括金融预警指标体系的设定和金融风险评测模型的开发；快速预警纠偏机制；反应灵敏、回馈及时、渠道畅通的预警信息系统。

——金融危机管理机制的核心是应该有一个权威性的指挥机构。目前中国的金融监管体系是分业监管，银监会、证监会、保监会各自执行自身行业监管职能，中央银行负责货币政策的制定和调控。明确这些监管机构之间的关系对于危机管理是相当重要的，如果权力划分过于分散会使得发生危机的时候无法取得一致的行动，甚至出现互相扯皮的事情发生，使整个危机管理系统的效率下降。

——应该建立金融机构之间的协调机制。根据金融风险出现的规模、地域和涉及的金融机构来明确由哪个监管机构来负责，以及根据金融风险的严

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



重程度、涉及的金融机构的性质、发生的地区来明确由哪个管理机构来收集、处理信息，调度整合金融资源。

——对危机指挥机构以及其他监管机构人员的专业性要求很强。因为危机的蔓延速度非常快，并且在发生初期存在着信息滞后的问题，这就要求相关人员有很强的专业判断能力和迅速、果断地解决问题的能力。

——应该对危机管理机制进行相应的立法。在中国的《商业银行法》中应当增加对金融危机管理以及处理各种紧急状况的条款。像美国有《紧急状态法》，俄罗斯有《紧急事态法》，日本也有《紧急事态法》，实际上就是危机管理法。有了金融危机管理的立法保障，使得一旦出现紧急状况时可以更有效率地去处理突发事件，并且有章可循。

——金融危机的处理原则是越快越好，越迅速损失越小。英国经济学家查尔斯·古德哈特（Charles Goodhart）曾提出金融危机管理的“48 小时法则”，就是说，在金融危机爆发之后，必须在 48 小时之内稳定金融体系，切断金融危机蔓延的管道，迅速恢复金融秩序。

——金融危机跨国传染的“瘟疫效应”，使得金融安全问题表现出明显的国际性。巴曙松、华中炜认为，中国国内金融市场与全球金融市场的强相关性越来越明显[①]，因此，加强国际间的金融合作与协调日趋重要。各国间的相互合作，首先应交流有关危机的信息，建立起防范本地区金融危机的预警机制。其次应协调地区内部的金融政策，尤其是关于金融开放和建立国际金融中心的政策。1997 年亚洲金融危机使亚洲国家开始感到单纯依靠国际经济组织或大区域经济合作组织来抗御经济、金融危机还是不够的，应当挖掘次区域经济合作的潜力，以达到联合自强的目的。应对新形势下的金融风暴，不仅需要各国之间的财政、金融支持，还特别需要在防范和应对金融风暴方面的国际合作，如建立国际间的风险预警、风险监管、宏观经济信息交流、政策协调和货币互换机制或机构等。

① 我国资本项目开放的风险管理研究（下），博萃文库，中国金融证券研究，2006 年 2 月 20 日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



寻找收益翻十倍的

长牛股

价值投资时代的选股策略

——未来五年，中国经济仍将继续大发展，并且是加速度发展。

——中国股市的长牛市格局是一系列重要因素合力作用的结果。

——短期内大盘宽幅震荡是快速释放市场短期风险的过程，这也是保证中国股市长牛市健康发展的必要过程。类似的震荡和下跌回调将与大牛市始终相伴左右。

——以什么样的视野和高度去看待中国这轮长牛市格局，决定了投资者今后的财富结果。

——未来五年的中国长牛市虽然有其客观生成的的必然性，但在涉及金钱方面的大牛市道里，无数单个投资人动辄情绪化表现和不符合逻辑思维方式的投资决策，却有可能形成恐惧、贪婪和非理性的市场集合行为，从而对中国长牛市格局形成破坏性作用。

——在长牛市道里的投资策略就是要像投资大师巴菲特一样……

——中国股市没有近忧，却有远虑，那就是股市大崩盘危机。

红东方图书

ISBN 978-7-5060-2819-6



9 787506 028196 >

上架建议：财经

定价：28.00元